



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
ECONOMIA E DIRITTO**

TESI DI LAUREA

**"IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO: UNA PROPOSTA PER LA SUA
RISTRUTTURAZIONE"**

RELATORE:

CH.MO PROF. ALBERTO LANZAVECCHIA

LAUREANDO: MARCO DALLA VALLE

MATRICOLA N. 1179644

ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

Sommario

INTRODUZIONE	6
CAPITOLO 1 – IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO	8
La strutturazione del debito pubblico italiano	8
La composizione	8
Detentori e durata media residua	13
La storia del debito pubblico italiano	16
Dall'unità d'Italia allo scoppio della Prima Guerra Mondiale	16
La Prima Guerra Mondiale e la crisi del dopoguerra	18
Il periodo fascista e la Seconda Guerra Mondiale	19
Il secondo dopoguerra e gli anni dello sviluppo	20
Anni Sessanta e Settanta	22
Anni Ottanta	24
Focus sui governi anni Ottanta	26
Anni Novanta	27
Anni Duemila (cenni)	31
CAPITOLO 2 – TEORIE ECONOMICHE SUL DEBITO PUBBLICO	33
La macroeconomia applicata al debito pubblico	33
Il debito e gli avanzi primari	34
Il rapporto debito pubblico/PIL	35
Come alcuni Paesi hanno ridotto il loro rapporto debito pubblico/PIL	40
Strategia di elevata inflazione	42
Strategia di mix di politiche	42
Strategia degli aggiustamenti fiscali ortodossi	43
Gestione patrimoniale e privatizzazioni	46
La ristrutturazione del debito	47
La ristrutturazione greca	48
L'approccio del denominatore	50
La mutualizzazione del debito	51
CAPITOLO 3 – GLI ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO PRIVATO	53
La crisi d'impresa e le ragioni del diritto fallimentare	53
La normativa vigente in tema di concordato preventivo	55
Le fasi del concordato preventivo	62
Il piano di risanamento nel concordato preventivo	67
L'accordo di ristrutturazione dei debiti ex articolo 182-bis (cenni)	71
L'accordo speciale di ristrutturazione dei debiti articolo 182-septies	73
CAPITOLO 4 – LA PROPOSTA DI RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO	74

Il Bilancio dello Stato.....	74
Il Bilancio dello Stato e il suo processo di formazione	74
Analisi del Rendiconto Generale dello Stato.....	76
Analisi della Legge di Bilancio 2020-2022	83
La proposta di ristrutturazione del debito	87
La costituzione della società veicolo “Avvenire Italia S.p.a.”	87
La generazione dei flussi di cassa per la SPV.....	88
Le partecipazioni statali conferite alla SPV	93
Il bilancio della SPV.....	95
La proposta di concordato preventivo	95
Il piano di risanamento.....	98
La votazione dei creditori in merito alla proposta di concordato.....	102
CONCLUSIONI.....	105
Bibliografia	107
Sitografia	111

Indice delle figure

Figura 1 - Strumenti di composizione del debito in percentuale	9
Figura 2 - Composizione dei Titoli di Stato.....	12
Figura 3 - Detentori del debito pubblico italiano	14
Figura 4 - Vita residua del debito pubblico italiano	16
Figura 5 - Deficit, interessi e avanzo primario in percentuale del PIL.....	27
Figura 6 - Andamento del rapporto debito pubblico/PIL nel lungo periodo se $g < r$ e con disavanzi primari.....	37
Figura 7 - Andamento del rapporto debito pubblico/PIL nel lungo periodo se $g < r$ e con avanzi primari.....	37
Figura 8 - Andamento del rapporto debito pubblico/PIL nel lungo periodo se $g > r$ e con avanzi primari.....	38
Figura 9 - Andamento del rapporto debito pubblico/PIL nel lungo periodo se $g > r$ e con disavanzi primari.....	39

Indice delle tabelle

Tabella 1 - Strumenti di composizione del debito (valore nominale, milioni di €)	8
Tabella 2 - Vita residua del debito pubblico (valori nominale, milioni di €)	15
Tabella 3 - Debito pubblico italiano dal 1861 al 1961, ammontare e composizione.....	22
Tabella 4 - Casi di riduzione del rapporto debito pubblico PIL nei paesi avanzati dal secondo dopoguerra.....	41
Tabella 5 - Casi di riduzione del rapporto debito pubblico PIL dagli anni Ottanta alla metà degli anni Duemila ottenuti tramite aggiustamenti fiscali.	45
Tabella 6 - Casi di riduzione del rapporto debito pubblico PIL dalla metà degli anni Duemila ad oggi tramite aggiustamenti fiscali.....	46
Tabella 7 - Casi di riduzione del rapporto debito pubblico PIL dalla metà degli anni Duemila ad oggi tramite aggiustamenti fiscali.....	46
Tabella 8 - Privatizzazioni dal 1990 al 2000.....	47
Tabella 9 - Accertamenti delle Entrate per gli esercizi 2016-2019	77
Tabella 10 - Incassi delle Entrate per gli esercizi 2016-2019.....	78
Tabella 11 - Impegni di Spesa per gli Esercizi 2016-2019.....	80
Tabella 12 - Pagamenti delle Spese per gli Esercizi 2016-2019.....	82
Tabella 13 - Avanzo primario per competenza e per cassa esercizi 2016-2019	83
Tabella 14 - Previsione Legge di Bilancio 2020-2022	84
Tabella 15 - Sintesi delle Entrate. Previsione 2020 – 2022	85
Tabella 16 - Analisi delle Spese per categorie economiche. Previsione 2020-2022	86
Tabella 17 - Avanzi primari. Previsione 2020-2022.....	87
Tabella 18 - Avanzo primario al netto alienazioni e ammortamento beni. Previsione per cassa 2020-2022.....	89
Tabella 19 - Piano Cottarelli per la Spending Review.....	90
Tabella 20 - Avanzo primario antecedente e successivo alle riforme. Previsione per cassa 2020-2022	92
Tabella 21- Destinazione dell'avanzo primario. Previsione per cassa 2020-2022	92
Tabella 22- Le partecipazioni statali conferite ad "Avvenire Italia S.p.a." e il loro valore di realizzo...	93
Tabella 23 - Lo stato patrimoniale di "Avvenire Italia S.p.a."	95
Tabella 24 – Suddivisione delle classi di creditori per detentori e per tipologia di strumenti detenuti	96
Tabella 25- La proposta di concordato per le classi di creditori detentrici di titoli di Stato	97
Tabella 26- La proposta di concordato per le classi di creditori detentrici di altre tipologie di titoli ...	98
Tabella 27- Piano di risanamento per la proposta di concordato circa i titoli di Stato.....	99
Tabella 28- Piano di risanamento per la proposta di concordato circa gli altri titoli	99
Tabella 29- Saldo annuale di cassa previsto per la società "Avvenire Italia S.p.a."	100

INTRODUZIONE

Con le dovute differenze giuridiche e funzionale, e limitandoci all'analisi della dimensione economico-finanziaria, si può affermare che uno Stato può essere paragonato a una grande azienda dove l'impiego del proprio patrimonio e di capitali di terzi permette la produzione e l'erogazione di beni e servizi, di cui ne beneficiano i suoi utenti, ovvero i cittadini.

Dunque, come accade tipicamente nelle aziende private, anche lo Stato può effettuare scelte di investimento e di sviluppo che tuttavia portano nel medio-lungo periodo non alla creazione di valore bensì alla sua distruzione, in quanto queste decisioni possono determinare l'incapacità nella restituzione del capitale ricevuto a credito.

Se è vero che, in punta di diritto commerciale (Art. 1. L.F.), lo Stato non è un soggetto fallibile, ciò che invero lo contraddistingue dalle altre aziende è che non può cessare l'esercizio delle sue attività, ancorché in stato di insolvenza.

In questo scenario, questo elaborato si propone di analizzare la complessa situazione finanziaria in cui versa "l'azienda Italia" che, a causa delle scelte effettuate dal suo management (ovvero la classe politica) negli ultimi cinquant'anni (o forse più), ha portato alla progressiva accumulazione di debito, fino al punto in cui si autoalimenta: il saldo di cassa netto generato dalla gestione non è in grado di coprire la spesa per interessi sul debito contratto, con il risultato che occorre contrarre ulteriore debito per farvi fronte – e così via.

Questo elaborato propone una alternativa a detto circolo vizioso in atto: elabora una soluzione che permetta alla "azienda Italia" di ritrovare un equilibrio finanziario, e da lì crescere nuovamente.

Basta infatti solamente anticipare alcuni dati per comprendere come la situazione dell'Italia non sia più sostenibile: alla fine dell'esercizio 2019, il debito pubblico era pari a 2.409.245 milioni (con un rapporto debito pubblico/PIL del 134,8%), le spese per interessi sul debito pari a 68.543 milioni e con un avanzo primario di soli 5.155 milioni – largamente insufficiente a ripagare gli interessi. E si badi bene che i tassi di interesse applicati sono i più bassi nella storia della Repubblica Italiana, ancorché applicati ad una quantità di debito la più alta mai raggiunta – con la risalita dei tassi il default sarà inevitabile.

Proprio per queste ragioni l'elaborato, come strumento di risanamento della "azienda Italia", prevede la simulazione dell'attuazione di una procedura di concordato preventivo con

continuità aziendale (Art 186-bis L.F.) che consentirebbe il rientro dalla sua pesante situazione debitoria e il suo rilancio.

Il lavoro è stato strutturato in quattro parti. Il primo capitolo tratta della complessa situazione di indebitamento dello Stato italiano, in altre parole si sofferma sulla composizione del debito, sulla tipologia di detentori, sulla sua durata media residua e sulla sua storia ovvero su come sia nato e su come sia cresciuto nel corso dei differenti decenni di storia repubblicana, in particolare soffermandosi sui Governi che si sono succeduti nel corso degli anni Ottanta, considerati l'origine della situazione attuale. Il secondo capitolo tratta delle teorie macroeconomiche sul debito pubblico, in particolare sulle azioni che possono essere intraprese dallo Stato per la sua riduzione. Nello specifico viene analizzato il paper di Bernardini et. (2019) che spiega le modalità attraverso cui ventitré paesi, appartenenti al gruppo dei paesi avanzati, siano riusciti a ridurre sensibilmente la loro posizione debitoria dal secondo dopoguerra ad oggi. Il terzo capitolo tratta della crisi d'impresa e delle ragioni del diritto fallimentare, soffermandosi principalmente sulla normativa vigente in tema di concordato preventivo descrivendone in modo dettagliato le differenti fasi e le caratteristiche del piano di risanamento. Infine, il quarto capitolo tratta della proposta di ristrutturazione del debito pubblico italiano teorizzata, che prevede un trasferimento del debito in una società veicolo all'interno della quale vengono anche trasferite una quota delle partecipazioni detenute dallo Stato al fine di avviare un processo di privatizzazione, inoltre viene stipulato un contratto tra il Governo e la SPV, con il quale lo Stato si impegna a versare con cadenza annuale, nelle casse della SPV, il 98% dell'avanzo primario generato nell'esercizio.

CAPITOLO 1 – IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

La strutturazione del debito pubblico italiano

La composizione

Il debito pubblico rappresenta la consistenza delle passività finanziarie lorde afferenti al settore delle Amministrazioni pubbliche, articolato in Amministrazione centrale, Amministrazioni locali ed enti di previdenza e assistenza sociale, registrate al valore nominale e consolidate tra le unità appartenenti allo stesso settore. Per il calcolo del debito pubblico ci si avvale dei criteri settoriali e metodologici cui, in primo luogo, al Regolamento del Consiglio delle Comunità Europee n.549 del 2013 relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali (SEC 2010) e più nello specifico, al Regolamento n. 479/2009 relativo alla Procedura per i Disavanzi Eccessivi. Le passività finanziarie incluse nell'aggregato sono le seguenti: depositi e monete, titoli obbligazionari e prestiti. In particolare, in Italia il debito pubblico è costituito per la maggior parte da titoli di Stato, ossia titoli obbligazionari emessi dal Tesoro, sia sul mercato interno (BOT, CTZ, CCT, CCTeu, BTP, BTP€I e BTP Italia), sia sul mercato estero (programmi Global, MTN e Carta commerciale).¹

STRUMENTI	IMPORTO
Monete e depositi passivi in valuta nazionale	230.004 €
di cui Raccolta postale	65.846 €
Titoli a breve termine	119.584 €
Titoli a medio e lungo termine	1.919.933 €
Prestiti di banche e fondi monetari	125.908 €
Altre passività	48.054 €
TOTALE DEBITO LORDO	2.443.483 €

Tabella 1 - Strumenti di composizione del debito (valore nominale, milioni di €)

Fonte: Banca d'Italia https://www.bancaitalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2020-finanza-pubblica/statistiche_FPI_20200316.pdf

Al 31 gennaio 2020, il debito pubblico italiano è di 2.443.483 milioni di euro. Con riferimento al rapporto debito pubblico/PIL nel 2019 è rimasto stabile al 134,8% ovvero uguale al rapporto del 2018.²

¹ Fonte: MEF http://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/dati_statistici/ammontare/

² Fonte: ISTAT <https://www.istat.it/it/files//2020/03/Pil-Indebitamento-Ap.pdf>

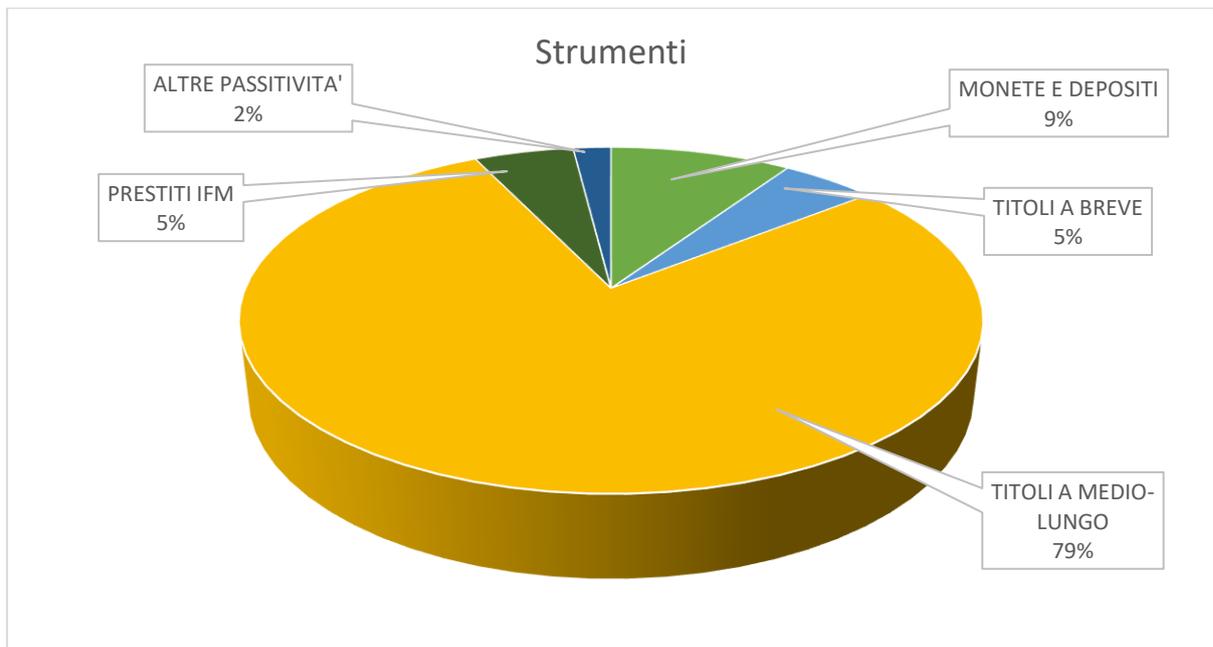


Figura 1 - Strumenti di composizione del debito in percentuale

Come si può vedere dalla figura 1 circa l'84% del debito pubblico italiano è costituito da titoli di Stato e in particolare, facendo un focus sulla composizione dei titoli di Stato figura 2, la maggior parte della quota di debito è detenuta dagli investitori sotto forma di BTP, pari al 71,66% del totale dei titoli per un valore nominale di 1.459.118 milioni di euro.³

I Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) sono obbligazioni a medio-lungo termine emessi dal Ministero dell'Economia e delle Finanze con cedola fissa posticipata pagata semestralmente. I BTP possono essere emessi con scadenze pari a 3, 5, 7, 10, 15, 20, 30 e 50 anni, mediante un procedimento chiamato asta marginale che si svolge, normalmente, due volte al mese. Il rendimento dei BTP deriva in parte dal flusso cedolare e in parte dalla differenza tra il prezzo di sottoscrizione o di acquisto e il valore nominale che viene rimborsato alla scadenza. Le cedole sono predeterminate al momento dell'emissione in misura fissa e pagate posticipatamente con cadenza semestrale: sono pertanto costanti per tutta la vita del titolo. I BTP sono strumenti quotati nel mercato telematico obbligazionario, per questo motivo gli investitori istituzionali che hanno partecipato all'asta marginale possono successivamente rivendere il titolo sul mercato secondario anche ad un prezzo differente da quello stabilito all'asta. I BTP sono particolarmente adatti per investimenti di medio-lungo periodo che

³ È presente una discrepanza di dati tra quanto riportato da Banca D'Italia e dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, con riguardo all'ammontare dei titoli di Stato emessi. Su richiesta di informazioni in merito a Banca D'Italia, si precisa che la discrepanza è dovuta da "[...] differenze metodologiche, sempre in conseguenza dell'applicazione delle regole europee sul debito. Ad esempio, nel debito delle Amministrazioni centrali la Banca d'Italia include alcuni titoli emessi dalle Amministrazioni locali ma con rimborso a carico dello Stato; inoltre, il Tesoro tratta diversamente la rivalutazione dei titoli indicizzati quando l'indice dei prezzi diminuisce; ancora, alcuni titoli di natura peculiare sono classificati come prestiti nelle statistiche della Banca d'Italia."

garantiscono cedole periodiche fisse. Queste obbligazioni, essendo emesse da uno stato sovrano, risultano essere strumenti dal rischio medio/basso quando si detengono fino alla loro scadenza. In questo caso l'unico rischio è quello di credito cioè la possibilità che lo stato risulti inadempiente nel pagamento delle cedole o nel rimborso del capitale prestato. Se invece i BTP vengono acquistati con l'obiettivo di venderli prima della scadenza si incorre anche nel rischio di mercato, infatti le fluttuazioni dei rendimenti potrebbero causare un abbassamento del prezzo del BTP al di sotto di quanto pattuito in sede di asta o nel mercato secondario; questo rischio è tanto più elevato quanto maggiore è la vita residua dei BTP.

I BTP €, pari al 7,5 % del totale dei titoli di Stato, sono Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati al tasso di inflazione dell'area euro. Sono obbligazioni a medio-lungo termine che possono essere emessi con scadenze pari a 5,10,15 e 30 anni e collocati tramite asta marginale. Questo titolo permette all'investitore di proteggersi dall'aumento dei prezzi in Europa grazie alle cedole semestrali le quali offrono un tasso reale minimo garantito, stabilito di volta in volta per ogni tranche di emissione.

I BTP Italia, che rappresentano il 3,81 % del totale dei titoli di Stato, sono Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati al tasso di inflazione italiano. Questo titolo permette all'investitore di proteggersi dall'aumento dei prezzi in Italia grazie alle cedole semestrali le quali offrono un tasso reale minimo garantito, stabilito di volta in volta per ogni tranche di emissione.

I Buoni Ordinari del Tesoro (BOT), pari al 5,88 % del totale dei titoli di Stato, sono obbligazioni a breve termine con scadenze pari a 3,6 e 12 mesi emesse tramite un procedimento di asta marginale e possono essere scambiati sul mercato secondario. Quindi gli investitori prestano denaro allo Stato per un periodo di tempo molto ridotto e per questo motivo vengono considerati degli strumenti di liquidità. I BOT sono titoli "zero coupon" cioè senza cedola, il rendimento di questi titoli non si basa sul pagamento di una cedola periodica ma bensì su una remunerazione a scarto di emissione. Il titolo viene emesso a sconto cioè al momento della sottoscrizione viene pagato ad un valore inferiore rispetto al suo valore nominale; alla scadenza del titolo l'investitore riceve l'importo nominale complessivo, il guadagno è dato quindi dalla differenza tra il valore nominale e quanto pagato in fase di emissione o sottoscrizione.

I Certificati del Tesoro Zero Coupon (CTZ), che equivalgono al 2,73% del totale dei titoli di Stato, sono delle obbligazioni "zero-coupon" di medio termine della durata di 24 mesi, il cui prezzo è pari alla differenza tra il valore nominale di rimborso e il prezzo di emissione (sotto la pari). Presentano caratteristiche simili ai BOT in quanto vengono anch'essi emessi tramite asta marginale e scambiati nel mercato secondario ma rispetto ai BOT hanno durata superiore.

I Certificati di Credito del Tesoro indicizzati all'Euribor (CCTeu), pari al 6,17% del totale dei titoli di Stato, sono titoli a tasso variabile di norma della durata di 7 anni. Sono caratterizzati dal pagamento di cedole semestrali indicizzate al tasso Euribor a 6 mesi maggiorato di uno spread. Sulla remunerazione incide anche lo scarto d'emissione, determinato dalla differenza tra il valore nominale di rimborso e il prezzo di emissione. I CCTeu hanno la caratteristica di conformare la cedola ai tassi concorrenti di mercato permettendo così all'investitore di recuperare il capitale investito inizialmente nel caso in cui il titolo venga ceduto prima della scadenza.

La restante parte del debito pubblico sotto forma di titoli di Stato pari al 2,25%, individuata con la dicitura "Estero", riguarda emissioni fatte sia in euro sia in valuta estera attraverso strumenti che trovano collocazione sul mercato esterno; per mezzo di programmi definiti "Carta Commerciale", "Global Bond" e "Prestiti a Medio e Lungo Termine": queste fattispecie permettono sia la raccolta di valuta estera, sia una diversificazione del debito tale da diminuire il rischio intrinseco.⁴

Come si può vedere quindi il debito pubblico italiano è costituito prevalentemente da strumenti finanziari a medio-lungo periodo, la durata dei debiti è un elemento che influenza le condizioni del prestito. Generalmente i tassi di interesse degli strumenti di breve periodo sono più bassi rispetto ai tassi di interesse degli strumenti finanziari a medio-lungo termine, tuttavia i primi devono essere rinegoziati più frequentemente con la conseguenza che lo Stato si troverebbe a dover verificare la sua flessibilità finanziaria e un merito creditizio sufficiente da consentire la copertura delle necessità a breve termine a condizioni di mercato.

⁴ Fonte: Definizioni tratte Borsa italiana <https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

COMPOSIZIONE DEI TITOLI DI STATO in circolazione al 31 GENNAIO 2020

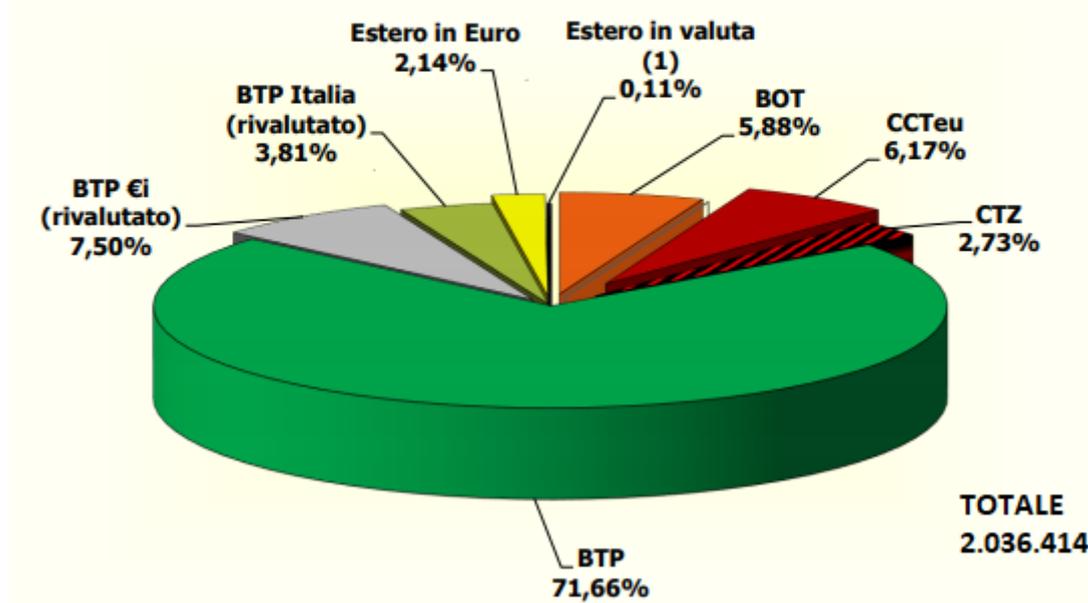


Figura 2 - Composizione dei Titoli di Stato

Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze

http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/composizione_titoli_stato/

La restante parte del debito pubblico italiano è costituita sotto differenti forme, tra le quali, prestiti effettuati da enti come ad esempio il Fondo Monetario Internazionale, organismo che conta ad oggi 182 paesi membri nato dopo la Seconda Guerra Mondiale dagli accordi di Bretton-Woods al fine di promuovere la cooperazione monetaria internazionale, la stabilità dei cambi e favorire la crescita economica dei paesi in difficoltà grazie alla concessione di prestiti. Il debito pubblico è costituito poi da depositi e dalle banconote emesse. Tra i depositi ricordo ad esempio i depositi postali, costituiti dai risparmi dei cittadini e che permettono allo Stato di avere una provvista monetaria da poter utilizzare in cambio del pagamento di un tasso di interesse ai depositanti. Per quanto riguarda invece la provvista monetaria, costituita da biglietti e monete, essa risulta essere un debito dello Stato nei confronti del soggetto che emette moneta, nel caso dell'Italia essendo un paese dell'eurozona è un debito nei confronti della Banca Centrale Europea.

Detentori e durata media residua

Dopo aver valutato la composizione del debito questa successiva analisi va a studiare quali soggetti siano i detentori del debito pubblico italiano. Dai dati forniti da Banca d'Italia si può notare come siano molteplici i soggetti, residenti e non residenti, che detengono il debito pubblico italiano sia sotto forma di titoli sia sotto forma di depositi e prestiti concessi. Al 31 dicembre 2019 la situazione risulta essere la seguente: ⁵

- Banca d'Italia detiene il 17% del totale del debito ovvero 403.308 milioni di euro di cui 398.560 milioni di euro in titoli di Stato.
- Le altre istituzioni finanziarie monetarie residenti, ovvero l'insieme delle banche residenti e dei fondi comuni monetari, detengono il 26% del totale del debito cioè 638.732 milioni di euro di cui 379.552 milioni in titoli.
- Le altre istituzioni finanziarie residenti, ovvero i soggetti diversi dalle banche e dai fondi comuni monetari che svolgono attività di raccolta e impiego, detengono il 19% del totale del debito cioè 467.773 milioni di euro di cui 458.904 milioni in titoli.
- Gli altri soggetti residenti, ovvero coloro che non appartengono a nessuno dei settori precedenti, detengono il 6% del totale del debito cioè 139.832 milioni di euro di cui 62.087 milioni in titoli.
- I soggetti non residenti, tra i quali ricordiamo gli istituti centrali di credito appartenenti al sistema euro, la Banca Centrale Europea tramite il programma EFSM (European Financial Stability Facility), il fondo salva stati ESM (European Stability Mechanism) e tutti gli altri che hanno trovato collocazione nella bilancia dei pagamenti, detengono il 32% del totale del debito cioè 759.600 milioni di euro di cui 710.158 milioni in titoli.⁶

⁵Fonte: Banca D'Italia https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2020-finanza-pubblica/statistiche_FPI_20200316.pdf

⁶ Il fondo europeo di stabilità finanziaria (EFSM) era uno strumento nato nel 2010 dai paesi dell'eurozona al fine di aiutare dal punto di vista finanziario gli stati membri in casi di difficoltà economica, dal 2012 questo strumento è stato sostituito dal fondo salva stati (ESM). Prima dell'ESM se un paese entrava in crisi, l'UE, la BCE o il FMI prestavano denaro al paese in difficoltà e in cambio richiedevano di sottoscrivere un programma nel quale il paese si impegnava a perseguire certi target quantitativi di finanza pubblica. L'UE dopo la crisi dei debiti sovrani ha creato l'ESM, strumento che presta denaro ai paesi dell'eurozona in difficoltà i quali però devono impegnarsi a rispettare alcune condizioni come ad esempio: avere il deficit sotto il 3%, avere il debito che converge verso 60%, avere target di deficit strutturale convergenti verso lo 0. Nel 2019 l'UE ha proposto una riforma dell'ESM che riguarda la creazione di due linee di credito chiamate PCCL ECCL, la prima può essere utilizzata dagli stati che rispettano le condizioni elencate in precedenza e possono chiedere denaro, ad esempio al verificarsi di uno shock esogeno, senza sottoscrivere un programma ma semplicemente sottoscrivendo un memorandum. La seconda invece riguarda i paesi che non rispettano le condizioni (la maggior parte dei paesi dell'eurozona), questi paesi per ottenere il prestito devono sottoscrivere un documento simile ad un programma, dove comunque il criterio da rispettare è avere un debito pubblico sostenibile. Se il debito non viene considerato sostenibile il paese deve procedere alla sua ristrutturazione.

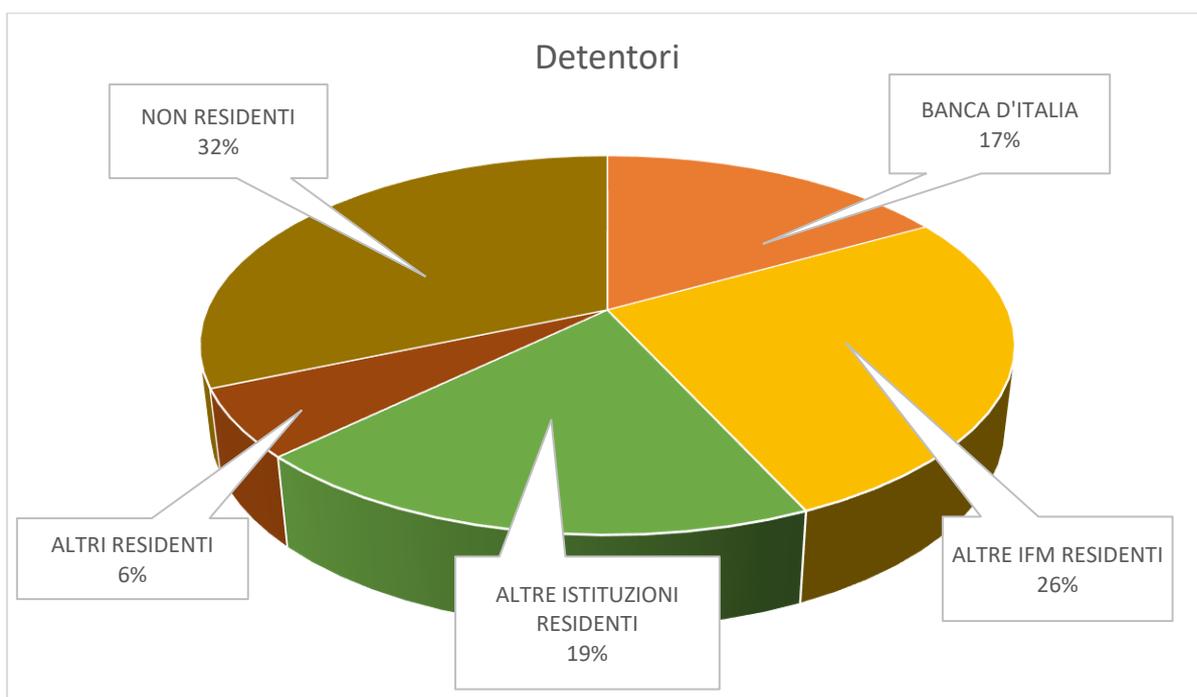


Figura 3 - Detentori del debito pubblico italiano

Come si evince quindi, quasi un terzo del debito pubblico italiano è detenuto da soggetti non residenti in Italia. Uno studio effettuato da Unicredit e citato dal il Sole 24 Ore⁷, ha evidenziato che nel 2018 la parte dei titoli di Stato italiani detenuti da paesi esteri si trovava per il 78% all'interno dell'eurozona, in particolare in Francia per il 21%, in Germania per il 14%, in Lussemburgo per il 14%, in Spagna per il 12% e in Irlanda per l'8%, le elevate quote di debito pubblico detenute dall'Irlanda e dal Lussemburgo si spiegano per la elevata presenza, in questi due paesi, di fondi comuni e di exchange-traded fund (EFT). Per quanto riguarda i paesi al di fuori dell'Unione Europea, il Giappone deteneva il 5% dei titoli di stato italiani, gli Stati Uniti il 4%, il Regno Unito il 2% e le Isole Cayman un altro 2%.

Uno studio di Prometeia ha scomposto il debito pubblico dei paesi denominati "PIIGS"⁸ per tipologia di investitore, nazionale ed estero, andando poi ad effettuare un'analisi dettagliata per ogni paese.⁹ Nel 2018 la base di investitori stranieri per Grecia, Portogallo e Irlanda era in buona parte costituita dalle istituzioni europee mentre risultava marginale il ruolo del settore privato estero. In particolare, in Grecia gli investitori ufficiali esteri (ESM, BCE e FMI) detenevano l'80% del debito pubblico complessivo; in Portogallo e in Irlanda detenevano rispettivamente il 32% e il 35% del debito totale. La situazione per l'Italia e la Spagna era

⁷ Fonte: Il Sole 24Ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/debito-pubblico-giappone-cayman-chi-possiede-nostri-btp-all-estero-ACz6Swz>

⁸ Acronimo utilizzato per indicare i paesi con situazioni finanziarie non virtuose e in deficit ovvero Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna

⁹ Fonte: Prometeia <https://www.prometeia.it/ricerca/dataviz/debito-pubblico-paesi-membri-detenuto-da-istituzioni-europee-perche-importante>

differente, le istituzioni europee detenevano una quota minoritaria del debito sovrano, infatti la maggior parte dei titoli pubblici era detenuta dal mercato, rispettivamente il 60% e il 55% del debito totale. Una più elevata quota di titoli detenuta dal mercato ha comportato per l'Italia e per la Spagna una maggiore dipendenza dagli investitori e in futuro potrebbe comportare un maggior rischio di rifinanziamento dei loro debiti pubblici.

VITA RESIDUA	IMPORTO
Debito con vita residua fino a 1 anno	570.011
Debito con vita residua tra 1 anno e 5 anni	830.823
di cui a tasso variabile	201.578
Debito con vita residua superiore a 5 anni	1.042.650
di cui a tasso variabile	152.107
TOTALE DEBITO LORDO	2.443.483 €

Tabella 2 - Vita residua del debito pubblico (valori nominale, milioni di €)

Fonte: Banca d'Italia https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2020-finanza-pubblica/statistiche_FPI_20200316.pdf

Un'ulteriore analisi che può essere fatta sul debito pubblico italiano riguarda la sua vita residua, al 31 gennaio 2020 la situazione risulta essere la seguente: l'ammontare di debito lordo è pari a 2.443.483 milioni di euro, di cui il 23% in scadenza entro la fine del 2020, il 34% in scadenza in un periodo compreso tra 12 e 60 mesi, mentre il 43% con una scadenza superiore ai cinque anni. Per quanto riguarda il debito a scadenza nel lungo periodo solamente una piccola parte, ovvero il 15% del suo ammontare, è a tasso variabile e questo per scelte di politiche di contenimento della spesa per interessi. Infatti, il tasso di interesse variabile è particolarmente instabile nel lungo periodo essendo soggetto alle fluttuazioni del mercato, le quali possono avere effetti molto negativi per le casse dello Stato. Per quanto riguarda invece il debito a scadenza nel medio periodo la parte di debito a tassi variabili è pari al 24% del suo ammontare, superiore rispetto a quella di lungo periodo ma restante comunque all'interno di un valore tale da contenere la volatilità della spesa per interessi, la quale è stata una delle principali cause dell'elevato debito pubblico italiano attuale. Infine, la vita media residua del debito pubblico italiano nel 2019 era pari a 7,3 anni costante rispetto al 2018.

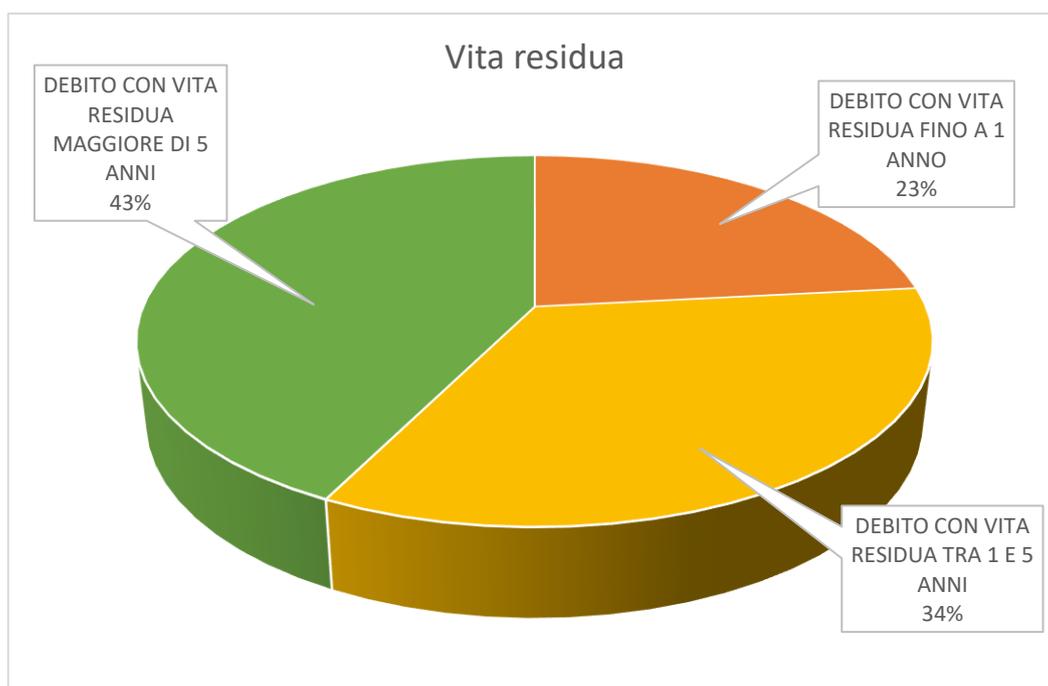


Figura 4 - Vita residua del debito pubblico italiano

La storia del debito pubblico italiano

Il debito pubblico italiano risale all'unificazione d'Italia avvenuta il 17 marzo 1861 con la proclamazione del Regno d'Italia, la prima legge in materia finanziaria del nuovo Stato fu l'istituzione del Gran Libro del debito pubblico, un insieme di registri dove furono indicati i singoli debiti del Regno d'Italia e dove successivamente, grazie alla legge di unificazione dei debiti pubblici, rientrarono anche i debiti dei singoli Stati annessi al Regno d'Italia. Lo Stato che presentava il debito più consistente era il Regno di Sardegna pari circa al 57% del debito totale, seguito dal Regno delle Due Sicilie pari circa al 29%. L'elevato indebitamento del Regno di Sardegna è da imputarsi alla massiccia spesa sostenuta per finanziare le varie guerre di indipendenza e il processo che ha portato all'unità d'Italia. Queste leggi furono emanate per una necessità sia di ordine politico che di ordine economico-finanziario infatti, il riconoscimento da parte del Regno d'Italia del debito degli Stati annessi servì sia a creare il consenso per l'unificazione che ad aumentare la fiducia degli Stati esteri.

Dall'unità d'Italia allo scoppio della Prima Guerra Mondiale

La storia della finanza pubblica che intercorre tra l'unità d'Italia e lo scoppio della Prima Guerra Mondiale può essere suddivisa in tre fasi: una prima fase, terminata nel 1876, durante la quale il governo della così detta Destra Storica perseguì il pareggio di bilancio, una seconda fase, terminata nel 1897, caratterizzata da periodi di disavanzi di bilancio per la parte corrente e da periodi di avanzi di bilancio e un'ultima fase, terminata nel 1914, caratterizzata dalla crescita

economica del Paese dove si registrarono tassi di crescita del reddito molto elevati e allo stesso tempo avanzi di bilancio per la parte corrente fatta eccezione per gli ultimi due esercizi finanziari (1912-1913 e 1913-1914) dovuto alle spese militari sostenute per la guerra di Libia. Durante la prima fase il debito pubblico aumentò di oltre tre volte e questo per innumerevoli ragioni tra le quali, i deficit strutturali di bilancio, le elevate spese militari sostenute durante la guerra contro l'Impero austriaco del 1866, i debiti pregressi degli stati annessi, il finanziamento delle opere pubbliche, delle ferrovie e il riscatto delle ferrovie Alta Italia. Il rapporto debito pubblico/PIL passò dal 45% nel 1861 al 96% nel 1870, per poi ridursi nei 3 anni successivi arrivando al 70%, grazie al minor fabbisogno finanziario richiesto e grazie ad un aumento del PIL a prezzi correnti per l'inflazione; successivamente però il rapporto tornò ad aumentare raggiungendo il 95% nel 1876. Durante il governo della Destra Storica quindi il debito pubblico registrò un considerevole aumento, con una diversificazione delle sue fonti di finanziamento e con un progressivo ricorso al canale monetario. Quando salì al potere la Sinistra Storica si verificò un aumento della spesa pubblica ma al contempo un aumento delle entrate che permise di chiudere in attivo di parte corrente i bilanci fino all'esercizio 1887-1888, le successive congiunture avverse e le elevate spese per le campagne coloniali determinarono una chiusura degli esercizi successivi in deficit ma l'attivo di parte corrente tornò nell'esercizio 1892-1893 e, fatta eccezione per l'esercizio 1895-1896, durò fino al 1912. Durante il periodo della Sinistra Storica il debito pubblico crebbe in misura più lenta rispetto al periodo della Destra Storica arrivando a toccare il 116% nel 1889 e 120% nel 1897. In questo periodo il debito pubblico aumentò per innumerevoli ragioni quali l'abolizione del prestito forzoso, le spese ferroviarie, le spese a favore di Roma e il sostegno alle finanze del comune di Napoli. La terza fase fu caratterizzata da continui saldi attivi, fatta eccezione per gli ultimi due esercizi, dovuti ad un periodo di forte crescita economica e di aumento dei redditi che comportò un aumento delle entrate; durante questo periodo vi furono numerose riforme sociali che determinarono un miglioramento delle condizioni di vita. Per quanto riguarda le finanze pubbliche un segno tangibile della prosperità di quella fase, fu che Cassa Depositi e Prestiti registrò un forte aumento della raccolta di risparmio postale che divenne al primo posto in ordine di importanza per quanto concerne il debito non costituito da titoli a scadenza di lungo periodo. Per quanto riguarda il rapporto debito pubblico/PIL in questa fase, si è passati dal 120% nel 1897 al 80% nel 1913. L'operazione più importante da ricordare in quest'ultima fase fu la conversione del 1906 che autorizzò l'estinzione dei titoli delle rendite consolidate iscritte nel Gran Libro del debito pubblico, offrendo ai portatori il rimborso o il cambio con titoli di nuova creazione, portanti l'interesse del 3,75% fino al 1911, e del 3,50% dal 1912 in poi. Furono convertite rendite per un capitale pari a circa il 60% di tutto il debito patrimoniale italiano. La conversione

evidenziò il successo della politica italiana posta in atto in quegli anni. La riduzione del debito pubblico durante questa fase è stato il frutto dell'utilizzo di diverse politiche tra le quali la politica monetaria, fiscale e di cambio. Per riassumere tra il 1861 e il 1914 si verificò un elevato aumento del debito pubblico sebbene vi sia stato un aumento dell'imposizione e un'alienazione di una parte considerevole di beni patrimoniali e di beni ecclesiastici. La differenza tra l'aumento del debito pubblico e il disavanzo trova spiegazione nell'assunzione da parte del Regno d'Italia dei debiti gli Stati annessi e nella differenza tra prezzo di emissione e ricavo dei prestiti.

La Prima Guerra Mondiale e la crisi del dopoguerra

Con l'avvento della Prima Guerra mondiale le spese dello Stato crebbero rapidamente mentre le entrate, sebbene in aumento, non riuscirono a coprire tutte le spese dello Stato e per questo motivo si verificarono disavanzi fino all'esercizio finanziario 1923-1924. Durante la guerra, per soddisfare l'elevata richiesta di risorse finanziarie, si utilizzarono diversi strumenti tra i quali l'aumento dell'imposizione fiscale, l'aumento del debito pubblico e l'emissione di carta moneta. Durante il conflitto mondiale e nell'immediato dopoguerra, la difficoltà delle finanze pubbliche furono accresciute da un sistema tributario inefficiente, rimasto quasi del tutto uguale a quello introdotto dalle prime leggi emanate dal Regno d'Italia post-unificazione. Inoltre, l'inefficienza del sistema tributario italiano era dovuta anche ad altre cause come la svalutazione della lira, il ridotto aumento dei redditi e la riduzione globale degli scambi nazionali ed internazionali che portarono ad una significativa riduzione del consumo dei beni. Complessivamente tra l'esercizio finanziario del 1914-1915 e del 1921-1922, i consistenti disavanzi di bilancio determinarono un fortissimo aumento del debito pubblico (da 15.766 milioni a 92.857 milioni), inoltre anche la composizione del debito pubblico subì una profonda trasformazione, infatti i debiti di medio- lungo periodo (consolidati e redimibili) passarono dal 94% del totale del debito al 61% mentre la parte di debito fluttuante passò dal 6% al 39%. Sia durante la guerra che nell'immediato dopoguerra si fece ricorso a prestiti esteri in particolare con il Regno Unito e con gli Stati Uniti mediante emissione di speciali buoni del tesoro; questi debiti esteri però, pesarono solamente in piccola parte sulle finanze dello Stato in quanto vennero compensati con le riparazioni di guerra richieste ai tedeschi. Durante questa fase, il rapporto debito pubblico/ PIL rimase tendenzialmente a livelli antecedenti al conflitto ma se si considera anche il debito in valuta estera nel 1920 si raggiunse il 125%.

Il periodo fascista e la Seconda Guerra Mondiale

Durante il periodo fascista, il ruolo di ministro delle finanze fu ricoperto da differenti economisti. Tra il 1922 e il 1925 il ministro delle finanze fu De' Stefani, il quale con un bilancio ancora in deficit e in una situazione in cui vi erano rilevanti debiti a breve in scadenza, cominciò a ridurre le aliquote di numerose imposte e a tagliare molte fonti d'entrata. Inoltre, il ministro intraprese una politica di liberalizzazione cioè una riduzione dell'intervento dello Stato in economia e una stabilizzazione delle entrate che determinarono un avanzo di bilancio nell'esercizio 1924-1925. I fascisti si vantaron per diverso tempo delle differenze di bilancio durante il periodo fascista e i bilanci passati, nella realtà però la pretesa di aver sistemato i bilanci pubblici non era altro che mera propaganda. Infatti, il miglioramento delle finanze statali fu dovuto in particolare alla cessazione delle spese per la Prima Guerra mondiale e a espedienti di bilancio come gli storni di spese dal presente al passato oppure dal presente al futuro. Nel 1925 divenne ministro delle finanze Volpi, il quale proseguì la politica di sgravi fiscali intrapresa da De' Stefani, attuò una politica di consolidamento del debito a breve termine e di sistemazione dei debiti esteri, il tutto per far ricominciare gli investimenti stranieri in Italia e infine intraprese una politica di rivalutazione della lira. Infatti, nel 1926 l'economia italiana si trovò in un periodo di forte difficoltà a causa della pesante svalutazione della lira che rendeva sempre più costosa l'importazione di materie prime e dei beni di prima necessità come ad esempio il grano e i combustibili. Tra il 1922 e il 1929 il debito pubblico diminuì passando da 92.857 milioni a 87.134 milioni e inoltre si verificò un cambiamento nella sua composizione tornando ad essere per la maggior parte debito consolidato tanto che nel 1929 rappresentava l'82% del debito totale. Fino al 1943 si provò a contenere il fenomeno dell'inflazione attraverso l'adozione del così detto "circuito monetario" che consisteva nel razionamento delle materie prime e dei generi alimentari e nel blocco di qualsiasi forma di investimento che non fosse l'investimento in titoli di debito pubblico oppure in depositi bancari, in questo modo i prestiti pubblici e le imposte poterono riassorbire la gran parte dei biglietti emessi per coprire gli elevati disavanzi di bilancio. Disavanzi sempre più grandi si verificarono dal 1936 al 1946, per coprirli lo Stato ricorse solamente a debiti redimibili e a debiti a breve termine, in particolare l'ammontare di denaro raccolto con i debiti fluttuanti fu il triplo rispetto a quello ottenuto con debiti redimibili. Nel 1946 il 69% del debito totale era costituito da debito fluttuante mentre il debito consolidato era solamente pari al 5% del totale. Alla fine della Seconda Guerra mondiale il debito pubblico italiano non era più una problematica e questo sostanzialmente per due motivi: per prima cosa, la forte svalutazione della lira aveva fatto sì che la spesa per interessi si fosse quasi annullata e che il debito subisse un sostanziale ammortamento, in secondo luogo il debito fluttuante, oltre al fatto di essere infruttifero oppure fruttifero ma a tassi di interesse

molto bassi, era costituito in prevalenza da anticipazioni della Banca d'Italia che, incidendo direttamente sulla circolazione, non potevano considerarsi né un impegno a vista e neppure un impegno a breve scadenza. Per quanto riguarda il rapporto debito pubblico/PIL durante i primi anni dell'epoca fascista, il rapporto era diminuito e questo grazie principalmente all'inflazione e all'eliminazione dei debiti di guerra arrivando nel 1926 al 63%, nel periodo intercorso tra il 1931 e il 1935 invece, il rapporto aumentò e questo fu principalmente dovuto alla deflazione e all'aumento del deficit mentre, nel periodo compreso tra il 1935 e il 1939, il rapporto aumentò a causa dell'inflazione. Durante la Seconda Guerra Mondiale si verificò un considerevole aumento del rapporto che tra 1941 e il 1943 passò dal 106% al 118%, mentre nel 1946 si verificò un crollo tanto che il rapporto risultava pari al 32%.

Il secondo dopoguerra e gli anni dello sviluppo

Tra il 1946 e il 1961 per tutti gli esercizi finanziari si verificarono disavanzi di bilancio, i più significativi furono quelli dell'immediato dopoguerra a causa degli squilibri economico - finanziari esistenti, della contrazione dei consumi, dell'assenza di commercio e a causa del disordine dell'amministrazione fiscale. Queste problematiche fecero sì che durante il dopoguerra le entrate furono molto basse mentre le spese continuarono ad aumentare a causa della ricostruzione, tra le spese che gravarono di più nei bilanci dello Stato vi furono ad esempio le spese per l'assistenza ai reduci di guerra e agli sfollati, le spese per i danni di guerra, le spese per il prezzo politico del pane e le spese per la smobilitazione. La ricostruzione finanziaria iniziò effettivamente nell'esercizio 1948-1949, mediante una forte riduzione dei disavanzi che tra il 1948 e il 1951 passò da 901 miliardi a 430 miliardi, i valori presenti nell'esercizio 1950-1951 furono in parte meramente contabili in quanto a al loro interno si deve tener conto dei 168 miliardi di aiuti del Piano Marshall (contabilizzati nelle entrate) e degli espedienti di bilancio già utilizzati in passato ovvero le annualità differite (furono rinviati sia pagamenti sia la loro contabilizzazione agli esercizi successivi). Nei due esercizi successivi (1951-1952 e 1952-1953) si verificò un peggioramento delle finanze dello Stato tanto che nel secondo esercizio si verificò un disavanzo superiore a più di un quinto di tutte le entrate, questo fu dovuto principalmente alla riduzione degli aiuti concessi dagli Stati Uniti, alle nuove iniziative di ordine economico e sociale e all'aumento delle spese per la difesa nazionale. L'opera di ricostruzione dell'Italia si compì nei primi anni Cinquanta e successivamente si verificò un rapido sviluppo dell'economia italiana, ma il bilancio dello Stato rimase in disavanzo con il divario tra le spese e le entrate che di anno in anno aumentava e questo fu dovuto anche all'assunzione dello Stato di nuovi compiti all'interno dell'economia italiana. Tra il 1946 al 1961 la copertura del fabbisogno finanziario si fece quasi esclusivamente attraverso debito a

medio e a breve periodo, infatti il debito fluttuante mantenne un peso significativo all'interno della composizione del debito pubblico passando dal 69% al 60% del totale mentre il debito redimibile aumentò sensibilmente passando dal 26% al 39% del totale; il debito consolidato, dopo l'ultima emissione nel 1935, non venne più utilizzato passando dal 5% allo 0,9% del totale; infine il debito pubblico aumentò passando da 1.067 miliardi nel 1946 a 5.901 miliardi nel 1961. Inoltre, per quanto riguarda la detenzione del debito pubblico italiano, tra il 1947 e il 1961 si verificò un sostanziale cambiamento dei soggetti detentori, infatti il settore privato e degli istituti non bancari, che nel 1947 deteneva il 49% del debito pubblico, nel 1961 ne deteneva solamente il 39%, mentre il settore creditizio, che nel 1947 deteneva il 31% del totale dei titoli pubblici, nel 1961 ne deteneva il 55%. Durante questa fase quindi i privati passarono da essere dei pilastri del debito pubblico a non esserlo più nel senso che la maggior parte del debito pubblico diventò debito dello Stato presso sé stesso. Infatti i titoli di stato finivano per essere acquistati dalle banche ed altre istituzioni controllate dallo stesso Stato oppure da soggetti nei quali riusciva ad esercitare un'influenza diretta o indiretta. Questa istituzionalizzazione del debito pubblico determinò un minor rischio di monetizzazione, inoltre l'acquisto dei titoli emessi da parte dello Stato, direttamente o indirettamente, fece sì che il debito pubblico si trasformò in una sorta di partita di giro. Nel 1961 il debito pubblico italiano non risultava essere un problema, infatti il rapporto debito pubblico/PIL era pari al 29%, questo perché dal secondo dopoguerra in poi la crescita del debito pubblico fu inferiore rispetto alla crescita del reddito, che permise di mantenere stabile il rapporto nel corso degli anni. C'è comunque da dire che alla fine della Seconda Guerra mondiale il debito pubblico accumulato in quasi un secolo di vita dello Stato italiano fu praticamente annullato dall'inflazione, situazione che rese agevole la ricostruzione mediante politiche di disavanzi di bilancio. Tuttavia nel 1961 non esisteva ancora un elevato margine di espansione del debito pubblico, come dimostreranno i decenni successivi dove il rapporto debito pubblico/PIL crebbe vertiginosamente inoltre, secondo Banca d'Italia, se nel 1961 si fossero considerati all'interno del debito pubblico i depositi postali e altre passività dello Stato iscritte nel conto patrimoniale

o facenti riferimento a futuri oneri di bilancio l'ammontare di debito pubblico italiano sarebbe stato di 11.819 miliardi ovvero più del doppio di quello indicato (5.901 miliardi).

Anni	Debito consolidato		Debito redimibile		Debito flottante (1)		Debito pubblico interno		Debito pubblico (dati Spinelli)	Debito pubblico (dati Zamagni)
	Ammontare	%	Ammontare	%	Ammontare	%	Ammontare	% RNL		
1861	2.762	88,2	330	10,5	39	1,3	3.131	48,0	3.131	3.107
1900	9.805	72,0	3.078	22,6	741	5,4	13.624	104,9	13.627	14.108
1914	10.051	63,7	4.789	30,4	926	5,9	15.766	76,4	15.780	17.517
1922	44.577	48,0	12.024	12,9	36.256	39,1	92.857	87,9	93.137	97.277
1929	71.449	82,0	13.075	15,1	2.510	2,9	87.134	62,5	87.689	94.655
1935	9.892	9,4	83.935	79,4	11.883	11,2	105.710	94,2	105.836	116.528
1946	52.945	5,0	278.569	26,1	735.123	68,9	1.066.637	31,3	1.211.070	1.446.163
1961	52.327	0,9	2.299.916	39,0	3.548.347	60,1	5.900.590	24,3	5.699.700	—

(1) I dati comprendono le seguenti voci: buoni del Tesoro ordinari, anticipazioni in biglietti bancari, circolazione dei biglietti di Stato e conti correnti fruttiferi. Sulla inclusione dei biglietti di Stato nel debito flottante, cfr. Ministero del Tesoro, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, Istituto Poligrafico dello Stato, Roma, 1988, p. 147.

Fonti: - per il debito pubblico: per l'anno 1861, F. A. REPACI, *La finanza pubblica italiana nel secolo 1861-1960*, Zanichelli, Bologna, 1962, p. 113; per gli altri anni, *Situazione dei debiti pubblici e Situazione del Tesoro*, nel *Conto riassuntivo del Tesoro* (suppletivo) al 30 giugno di ciascun anno, pubblicate, rispettivamente, nelle seguenti Gazzette Ufficiali: 13.7.1900, n. 167; 20.7.1914, n. 171; 23.7.1914, n. 174; 10.8.1922, n. 266; 20.8.1929, n. 201; 27.8.1935, n. 252; 6.11.1946, n. 252; 11.3.1947, n. 58; 6.3.1967, n. 58.
- per il reddito nazionale lordo: per l'anno 1861, *Indagine statistica sullo sviluppo del reddito nazionale dell'Italia dal 1861 al 1956*, in Istat, *Annali di Statistica*, anno 86, Serie VIII, vol. 9, Roma, 1957, pp. 247-248; per gli altri anni, G.M. REY (a cura di), *I conti dell'Italia. I. Una sintesi dei dati ufficiali 1890-1970*, Laterza, Roma-Bari, 1991, pp. 201-202.
- per i dati della serie Spinelli: F. SPINELLI, *Per la storia monetaria dell'Italia*, Giappichelli, Torino, 1989, pp. 308-313.
- per i dati della serie Zamagni: V. ZAMAGNI, *Il debito pubblico italiano 1861-1946: una ricostruzione della serie storica*, in "Rivista di Storia Economica", anno XIV, n. 3, dicembre 1998, pp. 218-219.

Tabella 3 - Debito pubblico italiano dal 1861 al 1961, ammontare e composizione.

Fonte: F. Domenicantonio, *I lineamenti dell'evoluzione del debito pubblico in Italia (1861-1961)*, versione rivista della relazione presentata al III Seminario CIRSFI (Centro Universitario per la Ricerca per la Storia Finanziaria Italiana), *Debito pubblico e formazione dei mercati finanziari fra età moderna e contemporanea*, presso la Facoltà di Economia dell'Università di Cassino il 15 e 16 ottobre 2004.

Anni Sessanta e Settanta

Durante gli anni Sessanta l'Italia ottenne obiettivi e risultati significativi in termine di crescita economica sia grazie ai piani di sostegno americani, sia grazie allo sviluppo di sistemi infrastrutturali, alla lotta alla disoccupazione, alla stabilità monetaria, alla stabilità dei conti pubblici e alla deregulation del commercio. Ma sul finire degli anni Sessanta il rallentamento della crescita industriale, trainata in particolare dal settore chimico e meccanico e i cambiamenti sociali in atto, che sfociarono in conflitti nell'autunno "caldo" del 1969, determinarono i primi segnali di crisi. Inoltre, dopo una fase di crescita economica globale verificatasi negli anni Cinquanta e Sessanta, gli anni Settanta furono anni di crisi determinati da motivi economici e sociali profondi dove, terminato il ciclo economico post Seconda Guerra mondiale, il vantaggio economico degli Stati Uniti rispetto all'Europa e al Giappone iniziava a venire meno, inoltre in quegli anni si verificò un processo di elevata stagflazione. Agli inizi degli anni Settanta l'andamento dell'economia italiana fu condizionato dall'eccezionale aumento dei costi produzione non seguito però da un'elevata crescita economica. Durante il passaggio dal decennio all'altro, il sistema politico-economico dell'Italia non fu in grado di reagire all'aumento dei salari né attraverso rapidi processi di razionalizzazione né attraverso una forte

espansione degli investimenti. Il rapporto debito pubblico/PIL, anche se ancora notevolmente inferiore rispetto alla media degli altri paesi europei, stava iniziando a crescere in modo progressivo. L'aumento del debito pubblico di quegli anni fu dovuto all'abbandono della così detta "politica di bilancio neutrale", a favore di politiche di disavanzi di bilancio, attraverso azioni di redistribuzione delle ricchezze fra generazioni, investimenti pubblici e infrastrutture sociali per contrastare il rallentamento della crescita economica. Agli inizi degli anni Settanta il debito pubblico italiano era costituito, da debiti a lungo termine, da raccolta postale, dai così detti "impegni bancari" e da una percentuale ridotta di debiti a medio termine ed esteri. In quel periodo il debito pubblico era sostanzialmente nazionalizzato nel senso che quasi il 90% dei soggetti detentori erano residenti in Italia (cittadini, imprese e Banca d'Italia). In questi anni il rapporto debito pubblico/ PIL stava inevitabilmente salendo oltre il 50%, il deficit dello Stato, che oscillava tra il 2% e 4%, si era trasformato in strutturale e assumeva ormai elevate dimensioni. La Corte dei conti nella sua relazione del 1973 evidenziò un elevato aumento degli oneri di natura corrente, per la maggior parte dovuti al miglioramento delle retribuzioni del personale. Inoltre, la Corte menzionò una questione che sarebbe diventata ancora più problematica negli anni successivi ovvero l'utilizzo politico dei "fondi globali" per la copertura della spesa corrente. Infatti, quei fondi formalmente erano classificati come residui di bilancio ma nella prassi erano alimentati in modalità non del tutto trasparenti attraverso l'indebitamento e che quindi, secondo la Corte, si trattava nella realtà di debito mascherato. Nel 1974 la situazione in Italia si fece molto drammatica, i terribili attentati stragisti, la crisi energetica, l'aumento delle spese correnti e la poca lucidità della politica di governo fecero scaturire una crisi sociale, economica e politica. La forte crescita della spesa pubblica, dovuta principalmente all'aumento significativo della spesa per personale, dei trasferimenti alle regioni e della spesa per interessi, non furono coperte dall'incremento dell'entrate sebbene nel 1973-1974 venne riformato il sistema fiscale, passando da un sistema censitario a un sistema di massa, che determinò un aumento del numero dei contribuenti ma che non risolse le problematiche distorsive esistenti che avrebbero così permesso una profonda ristrutturazione delle entrate statali. I dipendenti pubblici dal 1950 al 1974 quasi raddoppiarono passando da 767.000 a 1.500.000, gli aumenti più significativi si verificarono nel settore scolastico, sanitario e previdenziale; in aggiunta si intraprese l'avvio del sistema sanitario nazionale mentre la pressione fiscale, in termini generale, rimase invariata (meno del 27%). Tutto questo determinò un aumento considerevole del debito tanto che nel 1975 il rapporto debito pubblico/ PIL era pari al 58%. Durante la seconda metà degli anni Settanta i governi non riuscirono a contenere l'aumento delle spese sociali e neppure furono in grado di aumentare le entrate fiscali; inoltre si verificò un profondo mutamento dei detentori di titoli di Stato, infatti si ridussero gli acquisti

da parte del settore economico e finanziario mentre aumentò sensibilmente la quota dei titoli di Stato acquistati dalla Banca d'Italia che in breve tempo diventò la proprietaria di quasi il 40% del totale dei titoli. Questo successivamente avrebbe comportato delle difficoltà circa la gestione dell'indebitamento pubblico. Verso la fine degli anni Settanta, la continua crescita dell'inflazione permise allo Stato di indebitarsi a costi reali decrescenti e talvolta negativi (al di sotto dell'inflazione), inoltre nella classe dirigente italiana si consolidò l'idea di crescita a spese delle future generazioni in quanto convinti che lo Stato avrebbe sempre avuto il controllo sul debito, sulla moneta e sull'economia reale. In quegli anni il governo stabilì che la copertura dei disavanzi degli enti pubblici, anche di quelli passati, dovesse essere a carico dello Stato e questo determinò un elevato incremento dell'indebitamento, tanto che nel 1978 il rapporto debito pubblico/ PIL era pari al 61%. Inoltre, si verificò un processo di "accorciamento" della vita media del debito pubblico italiano con una crescita molto elevata dei titoli a scadenza breve, la vita media dei Bot si ridusse sensibilmente rispetto al passato raggiungendo i 5,1 mesi; oltre a questo il Tesoro decise di raddoppiare l'ammontare netto delle emissioni consentite in un anno facendo così crescere i tassi di interessi verso il 10%, la percentuale di Bot rispetto al totale dei titoli di Stato raddoppiò passando dal 10% di inizi anni Settanta, a oltre il 20% alla fine del decennio. Il debito pubblico incrementò e questo non solo a causa di un considerevole debito pregresso, ma soprattutto a causa di un aumento elevato delle spese pubbliche in particolare per il sistema pensionistico, le prestazioni sociali, gli assegni d'integrazione salariale, l'implementazione della riforma sanitaria e l'aumento del personale pubblico. Alla fine degli anni Settanta l'indebitamento pubblico e i crescenti oneri dello stesso avevano assunto i connotati di un fenomeno inarrestabile.

Anni Ottanta

Se gli anni Settanta si chiusero con un considerevole aumento del debito pubblico, questo trend non cambiò ma bensì si aggravò ulteriormente durante gli anni Ottanta; la principale causa fu la costante crescita delle politiche di welfare in particolare quelle per l'istruzione, sanità e pensioni che in quel periodo arrivarono ad essere i due terzi del totale della spesa pubblica. A livello politico i partiti stavano cercando di ottenere il consenso del ceto medio per questo motivo le politiche assistenzialistiche furono indirizzate principalmente alle famiglie e alle imprese. Negli anni Ottanta si verificò una vera e propria esplosione del debito che portò il rapporto debito pubblico/ PIL dal 59% di inizi anni Ottanta, ad oltre il 100%, agli inizi degli anni Novanta, questa crescita di oltre il 40% determinò lo "zoccolo duro" del debito sovrano italiano riportando l'incidenza ai livelli simili a quelli esistenti a fine Ottocento. Nel 1981 si verificò un avvenimento molto importante, il così detto divorzio della Banca Centrale dal

Tesoro, ovvero la Banca d'Italia da quel momento non fu più obbligata a sottoscrivere i titoli di debito pubblico non collocati sul mercato attraverso l'emissione di nuova moneta. C'è comunque da dire che quel divorzio fu solamente "formale" nel senso che per la maggior parte rimase incompiuto, infatti questa riforma non tolse in realtà all'esecutivo il potere di decidere sui tassi di interesse dei titoli di debito e inoltre, i vari canali di monetizzazione del deficit rimasero aperti. Questo potere però non fu utilizzato dalla classe politica italiana in quanto i governi capirono che l'elevata inflazione e le continue svalutazione del cambio erano nocive alla crescita economica del Paese; tutto questo aveva già portato nel 1979 all'adesione dell'Italia al Sistema Monetario Europeo.¹⁰ Agli inizi degli anni Ottanta, il Paese visse un periodo di crescita economica che portò a una riduzione della disoccupazione e dell'inflazione e questo attraverso importanti misure intraprese come, ad esempio, l'abolizione del punto di contingenza. In generale però il governo durante questa fase si preoccupò principalmente di non arrecare danni alla fase espansiva ponendo in secondo piano la problematica della spesa pubblica. Si può dire che il problema di fondo dei governi degli anni Ottanta fu quello di non preoccuparsi del fenomeno chiamato autoalimentazione del debito pubblico, ovvero l'aumento dell'indebitamento di quegli anni fu in gran parte dovuto all'aumento costante delle spese per interessi dovuta all'aumento dei tassi d'interesse per il debito fluttuante. Infatti, la spesa per interessi tra l'inizio degli anni Ottanta e l'inizio degli anni Novanta passò da circa il 5,4% a più del 11% del PIL, e questo perché per tutti gli anni Ottanta il debito pubblico fu utilizzato come strumento politico per ottenere consenso. Basti pensare che nel 1984, quando il rapporto debito pubblico/ PIL in un solo anno passò dal 69% al 74%, il 70% dei Bot e il 70% dei Cct erano detenuti da famiglie ed imprese (incluse quelle finanziarie) e non dalle banche o dalla Banca d'Italia. Nel 1985 il rapporto debito pubblico/ PIL si avvicinò al 80% e la situazione del debito pubblico iniziava ad essere sempre più compromessa, infatti si era verificato una considerevole riduzione delle entrate e un aumento vertiginoso dell'evasione fiscale e le politiche di debito pubblico risultavano essere sempre di più meri strumenti di redistribuzione e di consenso elettorale. Sebbene in quegli anni l'inflazione fosse in diminuzione, il debito pubblico continuava ad aumentare e la sua vita media era particolarmente bassa, i titoli di Stato erano detenuti per il 56% da privati (famiglie e imprese) e il costo del debito pubblico era ormai uguale a quello che lo Stato spendeva per i trasferimenti agli enti locali, al servizio di previdenza e sanitario. Tutta questa politica fu sostenuta dai così detti "Bot people"¹¹, basti pensare che nel

¹⁰ Lo SME sottoscritto nel 1979 dai paesi membri della Comunità Europea, fatta eccezione per il Regno Unito che lo sottoscrisse nel 1990, fu un accordo monetario europeo nato per mantenere una parità di cambio prevista entro un range del $\pm 2,25\%$ ($\pm 6,00\%$ per Italia, Regno Unito, Spagna e Portogallo) avendo come riferimento un'unità di conto comune (ECU).

¹¹ Cit. di L. Tedoldi, *Il Conto Degli Errori*, Roma, Editori Laterza, 2015

1986 la spesa per gli interessi reali sul debito era pari a due terzi del fabbisogno del settore pubblico, inoltre l'indebitamento netto superò il 12% del PIL. Per tutta la seconda metà degli anni Ottanta, sebbene si verificò un aumento del PIL, dell'occupazione e un sostanziale equilibrio della bilancia dei pagamenti, le problematiche delle finanze pubbliche rimasero le stesse: spreco di spesa pubblica, altissima spesa per interessi e un sistema tributario inefficiente ed inefficace che comportarono un ulteriore aumento del debito pubblico, tra il 1987 e il 1988 il debito aumentò ad un tasso annuo superiore al 14%, segnale di quanto i governi non fossero più in grado di ridurre l'autoalimentazione del debito pubblico. In tutti questi anni la classe politica italiana aveva costruito un "castello di carte"¹² basato sull'assunzione che il risparmiatore italiano, avrebbe continuato a sottoscrivere e preferire i titoli di debito dello Stato rispetto ad altre forme di investimento; tutto questo iniziò a venir meno verso gli inizi degli anni Novanta quando grazie alla legge sui fondi comuni, la liberalizzazione dei flussi internazionali e una maggiore cultura finanziaria, le famiglie italiane iniziarono ad investire in altri strumenti come ad esempio azioni quotate e fondi di investimento. Inoltre, poiché nel 1989 i "risparmiatori italiani" erano diventati la maggioranza dei possessori dei titoli di Stato, valutare una ristrutturazione del debito da parte del governo sarebbe stato deleterio dal punto di vista del consenso politico ed elettorale. Agli inizi degli anni Novanta il rapporto debito pubblico/PIL superò il 100% ma il trend di crescita non si ridusse nemmeno durante i primi anni Novanta tanto che nel 1994 superò il 120%.

Focus sui governi anni Ottanta

Poiché una parte considerevole delle problematiche attuali del debito pubblico italiano provengono dalle politiche attuate negli anni Ottanta vorrei fare alcune considerazioni sui governi del Pentapartito e sul governo Craxi. La variazione del debito pubblico deriva sostanzialmente da due fattori: il primo riguarda i tassi di interesse che lo Stato paga sul debito pregresso, questo fattore però non è direttamente controllabile dal policy maker; mentre il secondo fattore riguarda gli avanzi primari, questo fattore ci permette di "misurare" quanto impegno sta impiegando il policy maker nel contenere l'aumento del debito, poiché gli avanzi primari riguardano le politiche intraprese dallo stesso al netto della componente di spesa per i tassi di interesse. Quindi se si vuole giudicare l'operato dei governi del Pentapartito e del governo Craxi in tema di debito pubblico bisogna andare ad analizzare gli avanzi primari conseguiti da questi governi. Come si può osservare dalla figura 5, la linea in blu rappresenta il rapporto deficit/PIL, per tutta la durata di questi governi il rapporto risulta essere considerevole ad esempio, agli inizi degli anni Novanta gli incrementi annuali risultano essere intorno al 10%.

¹² Cit. di L. Tedoldi, *Il Conto Degli Errori*, Roma, Editori Laterza, 2015

Questi aumenti di debito provengono innanzitutto da una crescita della spesa per interessi tanto che agli inizi degli anni Novanta si arriva ad avere un rapporto spese per interessi/PIL pari a circa il 10%. Con questo scenario, i governi, anziché cercare di effettuare delle politiche volte a conseguire degli avanzi primari positivi e quindi di riduzione del debito pubblico, attuarono delle politiche che determinarono uscite superiori alle entrate arrivando ad un massimo del 6% di deficit primario in un anno (come si può vedere dalla figura 5, il rapporto avanzo primario/PIL, linea gialla, risulta essere negativo per tutta la durata dei governi Pentapartito e del governo Craxi). Quindi oltre ad una spesa molto elevata per interessi si aggiunge anche un'elevata spesa pubblica principalmente impiegata per nuove assunzioni nella pubblica amministrazione e spese relative al sistema pensionistico. Durante questi governi il PIL italiano era in una fase tutto sommato di crescita rispetto ad altri paesi europei e mentre questi paesi negli anni Ottanta sistemarono le finanze pubbliche, il nostro Stato continuò ad accumulare debito in un momento in cui sarebbe stato saggio mettere da parte delle risorse in quanto, in generale, l'aumento del debito pubblico risulta utile nei periodi di crisi, mentre in quegli anni è stato fatto il contrario ovvero in un periodo favorevole per l'Italia si è accumulata una montagna di debito pubblico.

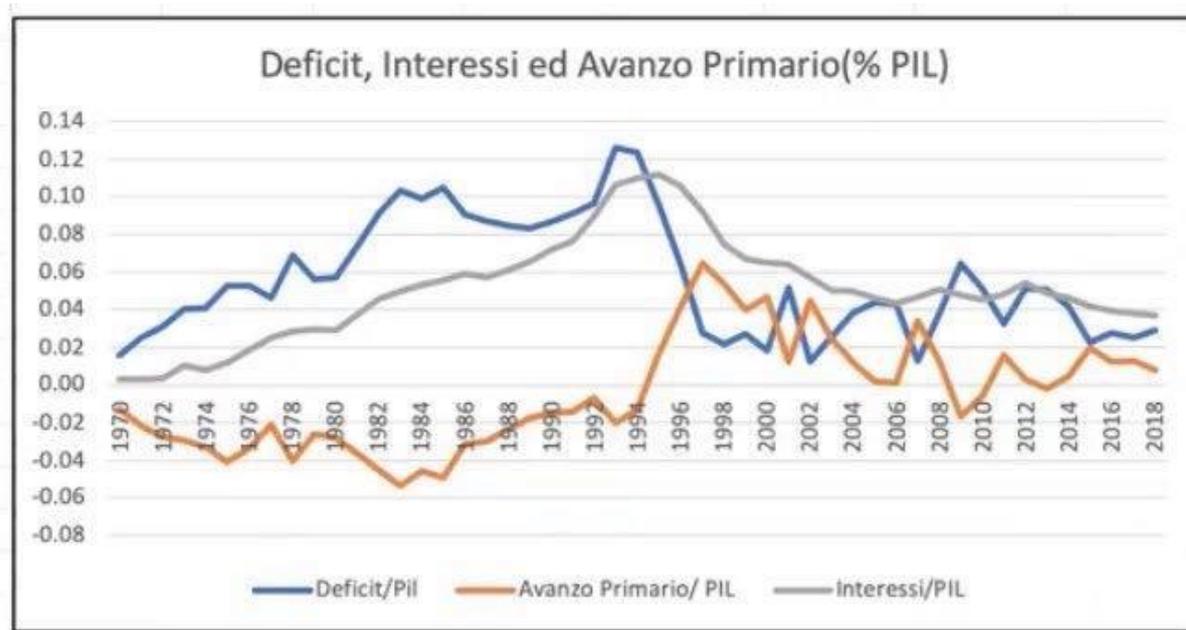


Figura 5 - Deficit, interessi e avanzo primario in percentuale del PIL.

Fonte: M. Boldrin e F. Lippi "Quando da chi e come è stata creata la montagna di debito pubblico italiano" <https://www.youtube.com/watch?v=YayRH0sB4zE>

Anni Novanta

I primi anni Novanta furono caratterizzati da uno scenario internazionale e nazionale fortemente instabile e in continuo divenire, causato da importanti stravolgimenti politici ed economici

come ad esempio la dissoluzione dell'URSS e la formazione degli stati nazionali dell'Europa dell'Est, la riunificazione della Germania, la guerra del Golfo, la crescita dell'inflazione e in Italia la crisi della classe politica che culminò con lo scandalo di Tangentopoli, tutti questi avvenimenti richiesero delle misure strutturali che cominciarono dalla adesione al Trattato di Maastricht nel 1992.¹³ L'Italia aderì al trattato consapevole che si sarebbe dovuto compiere un grande sforzo di adeguamento ai parametri appena stabiliti dai paesi firmatari, infatti al momento della firma il disavanzo pubblico era pari al 10% e il rapporto debito pubblico/PIL era pari al 98%, valori quindi ben distanti dagli accordi europei. In quel momento le famiglie italiane detenevano oltre il 58% del debito pubblico e in particolare, assieme agli istituti di credito, detenevano il 90% del totale dei titoli di debito. La Corte dei Conti continuava a denunciare la precarietà dell'azione di intervento sulla spesa pubblica, tanto che la spesa previdenziale aveva ormai raggiunto il 13,5% del PIL e rappresentava i due terzi della spesa sociale. I governi del Pentapartito terminarono nel 1991 e lasciarono in eredità un decennio di mancati avanzi primari, un'elevata crescita della spesa per interessi e la continua crescita del debito pubblico alimentata anche dall'emissione di titoli a breve termine o a tasso variabile che nel 1991 rappresentavano il 67% del totale e la vita media dei titoli di Stato rimava al di sotto dei tre anni. Nel 1992, con lo scoppio di Tangentopoli, si verificò la crisi politica e istituzionale più grave di tutta la storia repubblicana che determinò una delegittimazione e una sfiducia collettiva degli italiani nei confronti della classe dirigente e delle istituzioni. Inoltre, nel 1992 si verificarono considerevoli turbolenze nei mercati finanziari monetari e internazionali, dovuti anche a pesanti attacchi speculativi, che portarono ad un crollo valutario della Lira che culminò con l'uscita dallo SME. Nel 1992 l'inflazione era superiore al 7%, il deficit pubblico superiore al 10% del PIL e la fiducia dei risparmiatori nello Stato iniziava a venire meno. Durante questo periodo complesso il governo Amato intraprese un'azione di privatizzazione del settore pubblico economico, inoltre procedette ad una pesante svalutazione della Lira e attuò una considerevole manovra deflattiva. I proventi derivanti dalle privatizzazioni non solo furono destinati alla riduzione del debito ma fu anche impedito di utilizzare quelle risorse per il ripianamento del fabbisogno corrente. Inoltre, effettuò un taglio della spesa pubblica che riguardò la riforma delle pensioni e alcune modifiche del sistema sanitario. Nonostante il governo fosse riuscito a registrare una leggera riduzione dell'indebitamento della pubblica amministrazione, la crescita del rapporto debito pubblico/ PIL non si ridusse anzi risultò l'ammontare più alto registrato negli ultimi sette

¹³ Il Trattato di Maastricht entrato in vigore nel 1993 stabilì le regole politiche e i parametri economico-sociali necessari per entrare nella nuova Unione Europea. Il Trattato fu firmato dagli allora dodici membri della Comunità Europea e portò alla definizione di un'unione economica e monetaria europea che doveva portare all'introduzione di una moneta unica entro il 1999.

anni, pari al 105%. Inoltre nel 1992 vi fu un incremento di acquisti di titoli a breve termine tanto che i titoli a breve passarono dal 23% al 38% del totale con una crescita del 13% dei Bot. La risposta del governo alla crisi del 1992 non fu una riforma radicale e strutturale, ma bensì si limitò ad individuare e mitigare le criticità più rilevanti, senza allestire un vero piano di riforme e di contenimento del debito, diventato ormai uno dei principali fattori di rallentamento della crescita. Inoltre, rimasero i problemi strutturali, già esistenti durante gli anni Ottanta, ovvero la riduzione delle entrate dovuta sia al rallentamento della crescita sia all'aumento dell'evasione fiscale, la crescita della disoccupazione e le difficoltà a gestire le garanzie date al FMI e alla CEE. Nel 1993 la continua crescita del debito e della spesa pubblica, la quale in quell'anno arrivò ad essere pari al 58% del PIL, obbligarono il governo Ciampi ad effettuare delle manovre volte ad una considerevole riduzione delle spese e di aumento delle entrate per poter così conseguire avanzi primari. Ma il peggioramento della situazione macroeconomica, la riduzione della crescita del PIL e il processo di privatizzazione che fino a quel momento risultò non soddisfacente determinarono un nuovo aumento del fabbisogno dello Stato. Il governo Ciampi poté godere di una riduzione della spesa per interessi che però incise solo in parte sul costo medio del debito pubblico, queste riduzioni e le manovre determinarono un rallentamento della crescita della spesa pubblica, in valore assoluto la spesa totale diminuì e questo non accadeva da 15 anni. Nel 1994 l'obiettivo del governo Berlusconi era quello da un lato di contenere la spesa pubblica anche grazie ad una riduzione delle spese per il welfare e dall'altro aumentare le entrate attraverso condoni, tagli alla sanità e alle pensioni. In quell'anno però si verificò l'interruzione della fase di decrescita dei tassi di interesse e questo determinò un pesante rallentamento al processo di allungamento della vita media del debito pubblico. L'aumento dei tassi fu principalmente dovuto alla crescita dei tassi esteri in particolare di quello tedesco che stava attuando una politica restrittiva per stabilizzare il tasso reale di lungo termine. Alla fine del 1994 il debito del settore pubblico aumentò del 9% rispetto al 1993, il rapporto debito pubblico/PIL aumentò considerevolmente toccando un nuovo record pari al 122%, anche a fronte di una riduzione della spesa pubblica, il debito pubblico ormai era in autoalimentazione. Una delle principali sconfitte del primo governo Berlusconi fu la mancata riforma delle pensioni che avrebbe segnato un importante passo in avanti verso il riequilibrio delle finanze pubbliche. Nel 1995 le priorità del governo Dini furono quelle di raggiungere una "tregua" dai conflitti con sindacati dovuti alla possibile riforma del sistema pensionistico, per questo motivo il contenimento della spesa pubblica e della crescita del debito passarono in secondo piano. Nel 1995 la spesa pubblica più che raddoppiò rispetto all'anno precedente, mentre il deficit scese e l'avanzo primario aumentò, ma la spesa per interessi tornò ad aumentare. La riduzione del deficit e la crescita dell'avanzo primario uniti ad una crescita nominale sostenuta,

determinarono per la prima volta dopo molti anni il rallentamento della crescita del rapporto debito pubblico/PIL. Nel 1996 il governo Prodi indirizzò il suo esecutivo verso la verifica del parametro di bilancio per l'ingresso nell'unione monetaria europea previsto per l'anno successivo, in coincidenza con il rientro nello SME. L'azione di governo inizialmente si concentrò non solo sul contenimento della spesa pubblica ma anche sulla sua riduzione e questo grazie ad un aumento delle privatizzazioni che toccò ad esempio il settore delle poste e quello ferroviario e una crescita dell'efficienza nei settori della sfera pubblica. Inoltre, il governo decise di anticipare il raggiungimento del rapporto deficit/PIL pari al 3%, previsto per il 1997, e questo richiese un aumento delle entrate che si verificò anche attraverso l'istituzione dell'eurotassa a carica di famiglie e imprese. Nel 1996, nonostante una lieve riduzione dell'avanzo primario rispetto all'anno precedente e una crescita della spesa pubblica, il rapporto debito pubblico/PIL migliorò e questo fu dovuto principalmente all'incremento delle entrate, in particolare dell'incremento della pressione fiscale (rientrante comunque all'interno dei valori medi europei). Inoltre, si verificò un aumento di emissione di titoli pubblici a lungo termine a tasso fisso e una riduzione dei titoli a breve o a tasso variabile, tutto questo permise di allungare la vita media del debito. In quell'anno però incominciò a verificarsi un cambiamento circa la proprietà del debito pubblico, infatti alla fine del 1996 più del 20% dei titoli di Stato erano detenuti da soggetti stranieri. Grazie alla riduzione del costo del debito e della spesa pubblica in termini relativi nel 1997 si verificò una riduzione del rapporto debito pubblico/PIL pari al 118%. I due governi d'Alema portarono a compimento delle privatizzazioni importanti nel settore dell'energia e dei trasporti (esempio Enel) che determinarono una ulteriore riduzione del rapporto debito pubblico/PIL. Inoltre, nel 1999 il rapporto deficit/PIL era vicino al 2% e si verificò un'ulteriore riduzione della spesa per interessi e un mantenimento a lungo termine della posizione debitoria; significativo evidenziare come l'incidenza dei Bot e dei Cct sul totale del debito passò dal 59% nel 1990 al 29% nel 1999 oltre al cambiamento dell'assetto proprietario del debito con una riduzione delle famiglie ed un aumento degli istituti di credito nazionali e degli investitori esteri tanto che nel 1999 detenevano quasi l'80% dei titoli di debito. In Italia però in questi anni si verificò una crisi economica che comportò un peggioramento del potere di acquisto delle famiglie e una riduzione dei consumi, per questi motivi il governo Amato attuò delle azioni volte a trasferire delle risorse ai pensionati, alle famiglie più povere e alle imprese tornando così ad una situazione simile al passato, l'inizio degli anni duemila quindi segnò l'interruzione del processo di miglioramento delle finanze pubbliche

Anni Duemila (cenni)

All'inizio del nuovo millennio, con l'introduzione dell'euro e la costituzione dell'unione monetaria, si verificò una stabilizzazione del tasso di inflazione e una considerevole riduzione dei tassi di interesse. Tutto questo però non permise all'Italia un miglioramento delle finanze pubbliche ma bensì si verificò un peggioramento del disavanzo pubblico e un aumento dell'indebitamento netto del settore pubblico che portarono a continui sforamenti dei parametri di Maastricht. Inoltre, l'avanzo primario peggiorò, a causa dei tradizionali problemi strutturali italiani quali aumento della spesa e riduzione delle entrate che determinarono una stabilizzazione del rapporto debito pubblico/ PIL; bloccando così la dinamica di riduzione del debito verificatasi negli anni Novanta che comunque era stata ottenuta con significativi avanzi primari non indolori ovvero con tagli alla sanità, blocco degli investimenti pubblici, aumento delle privatizzazioni e della pressione fiscale. Durante i primi anni Duemila l'economia italiana entrò in difficoltà, come anche le maggiori economie europee, nell'opinione pubblica e nella classe dirigente italiana incominciò a diffondersi l'idea del ritorno dello Stato come "prestatore di ultima istanza" e dello "Stato-sistema"¹⁴ degli anni Ottanta. In quel momento però il governo italiano non poté rispondere alla recessione con l'aumento del debito, come era avvenuto negli anni Settanta, questo sia per l'elevato debito pubblico e per l'incapacità politica dei governi italiani ma anche a causa delle elevate pressioni di controllo dei conti pubblici effettuate dall'Unione Europea nei confronti dei paesi che, come l'Italia, non stavano fornendo idonee garanzie per il rientro del debito nei parametri stabiliti. Questo clima di sfiducia e di crisi economica accelerò il cambiamento dell'assetto proprietario del debito pubblico italiano, iniziato intorno alla metà degli anni Novanta, tanto che negli anni Duemila aumentò sensibilmente la quota di debito non detenuta da italiani, in particolare i titoli furono comprati principalmente dalle istituzioni europee, banche centrali e fondi francesi e lussemburghesi.¹⁵ Nel 2005 gli investitori esteri detenevano il 53% del totale del debito pubblico; questa percentuale fu raggiunta in pochi anni, basti pensare che nel 1991 la quota era pari al 6% mentre nel 1998 la quota era pari al 29%. Nel 2007 il rapporto debito pubblico/PIL raggiunge il punto più basso di quel decennio arrivando al 103% ma già nel 2008 incominciò a salire a causa della crisi economica mondiale. La crisi del 2008 e la crisi dei debiti sovrani del 2011 hanno evidenziato come il nostro Paese soffra di problematiche strutturali, di bilancio e di

¹⁴ Cit. di L. Tedoldi, *Il Conto Degli Errori*, Roma, Editori Laterza, 2015

¹⁵ Questa accelerazione fu dovuta anche ad alcune misure prese dell'esecutivo. Ad esempio, durante il governo Berlusconi II fu effettuata una riforma fiscale dei titoli di Stato che estese l'esenzione sulla ritenuta d'acconto anche ai soggetti non residenti. Inoltre, il peggioramento della fiducia verso lo Stato da parte degli investitori italiani (cittadini ed imprese) fu determinato anche dall'attuazione di alcune misure, come ad esempio il condono fiscale, che non solo risultarono inefficaci ma danneggiarono anche la credibilità politica.

inadeguatezza della classe politica italiana. Tra le problematiche principali richiamo l'elevato ammontare di debito pubblico che non permette in periodi di crisi di utilizzare più di tanto la leva dell'indebitamento e la difficile gestione della spesa per interessi che determina un elevato costo del debito, tutto questo ha reso le politiche economiche più recenti poco efficaci, basate su avanzi primari positivi ma non supportate da sostanziali variazioni in diminuzione dal lato della spesa e in aumento dal lato delle entrate.

CAPITOLO 2 – TEORIE ECONOMICHE SUL DEBITO PUBBLICO

La macroeconomia applicata al debito pubblico¹⁶

Ricorrendo ad un modello contabile stilizzato, il fabbisogno di uno Stato può essere rappresentato attraverso la seguente equazione:

$$F_t = rB_{t-1} + G_t - T_t$$

Dove B_{t-1} è il debito pubblico alla fine dell'anno $t - 1$ e r è il tasso di interesse reale, ne consegue che rB_{t-1} indica l'ammontare di interessi reali corrisposti sui titoli pubblici in circolazione¹⁷. G_t rappresenta la spesa pubblica per beni e servizi nell'anno t mentre T_t sono le imposte al netto dei trasferimenti nell'anno t . Il fabbisogno statale può essere finanziato attraverso il ricorso all'indebitamento verso le famiglie e imprese, emissione di debito pubblico, oppure attraverso l'indebitamento con la Banca Centrale, emissione di nuova moneta. Per queste ragioni F_t può essere rappresentato come la variazione del debito pubblico e di moneta emessa nel corso dell'anno t :

$$F_t = \Delta B_t + \Delta M_t$$

Riscrivendo la prima equazione si ottiene:

$$\Delta B_t + \Delta M_t = rB_{t-1} + G_t - T_t$$

Poiché i paesi membri dell'Unione Monetaria Europea, tra cui l'Italia, non posso ricorrere all'indebitamento con la Banca Centrale Europea nelle successive analisi non considererò il fattore della monetizzazione del debito (ΔM_t). Per questo motivo è possibile riscrivere l'equazione come:

$$B_t - B_{t-1} = rB_{t-1} + G_t - T_t$$

Ovvero:

$$B_t = (1 + r) B_{t-1} + G_t - T_t$$

¹⁶ Tratto da Macroeconomia: Una prospettiva europea O. Blanchard A. Amighini F. Giavazzi edizione 2014.

¹⁷ La spesa per interessi in questo capitolo viene espressa in termini di interesse reale anche se le misure ufficiali di disavanzo di bilancio vengono costruite utilizzando il tasso di interesse nominale. La misura ufficiale è rappresentata dalla formula $iB + G - T$ che rappresenta la variazione del debito pubblico nominale. Ma questa non è adatta a misurare la variazione del debito reale ovvero la variazione di quanto il governo dovrà pagare in termini di beni e non in termini monetari. In generale se indichiamo l'inflazione effettiva con il simbolo π , il disavanzo ufficiale sovrastima la misura corretta di un ammontare pari a πB infatti:
 $iB + G - T - \pi B = (i - \pi) B + G - T$, dove $(i - \pi) = r$.

Il debito pubblico al termine dell'anno t è uguale al debito alla fine dell'anno $t - 1$ incrementato degli interessi dovuti più il disavanzo primario, dato dalla differenza nell'anno t tra la spesa pubblica sostenuta e le imposte al netto dei trasferimenti.

Il debito e gli avanzi primari

Supponiamo ora che il bilancio dello Stato sia stato in pareggio fino all'anno t e che in quell'anno il governo decida di ridurre le imposte di un miliardo (che per semplicità indicherò con il valore 1) generando così un debito $B_t = 1$. Se il governo decide di rimborsare il debito nell'anno successivo il vincolo di bilancio all'anno $t + 1$ sarà uguale a:

$$B_{t+1} = (1 + r)B_t + (G_{t+1} - T_{t+1})$$

Ovvero:

$$T_{t+1} - G_{t+1} = 1 + r$$

Per rimborsare l'intero ammontare di debito l'anno successivo il governo deve produrre un avanzo primario pari a $1 + r$ miliardi di euro e questo può farlo attraverso una riduzione della spesa pubblica e/o un aumento delle imposte. Se invece il governo decide di aspettare e di ripagare il debito dopo n anni, all'anno $t + 1$, con un disavanzo primario pari a 0, il vincolo di bilancio può essere indicato come:

$$B_{t+1} = 1 + r$$

Nell'anno $t + 2$, con un disavanzo primario sempre pari a 0 il vincolo di bilancio risulterà essere:

$$B_{t+2} = (1 + r)^2$$

È chiaro quindi che se il governo mantiene un disavanzo primario pari a zero il debito crescere al suo tasso di interesse e per questo motivo all'anno $n-1$ il debito sarà pari a:

$$B_{n-1} = (1 + r)^{n-1}$$

Se il governo decide di ripagare il debito all'anno n il vincolo di bilancio sarà uguale a:

$$B_n = (1 + r)B_{n-1} + (G_n - T_n)$$

Ovvero:

$$T_n - G_n = (1 + r)^n$$

Per rimborsare l'intero ammontare di debito all'anno n il governo deve produrre un avanzo primario pari a $(1 + r)^n$ miliardi di euro e questo sempre attraverso una riduzione della spesa

pubblica oppure un aumento delle imposte. L'esempio permette di capire che tanto più è elevato il tasso di interesse corrisposto sul debito o tanto più è il tempo impiegato dal governo per produrre un avanzo primario, maggiore sarà l'aumento di imposte e/o di riduzione di spesa pubblica richiesta in futuro.

Supponiamo ora che il governo voglia stabilizzare il debito ovvero mantenere il livello del debito costante a quello raggiunto all'anno $t+1$ pari a un miliardo (che per semplicità indicherò con il valore 1). Stabilizzare il debito significa che il suo livello all'anno $t+1$ deve essere uguale a quello dell'anno t ovvero $B_{t+1} = B_t = 1$, quindi il vincolo di bilancio sarà pari a:

$$1 = (1+r) + (G_{t+1} - T_{t+1})$$

Ovvero:

$$T_{t+1} - G_{t+1} = r$$

Per evitare un aumento del debito nell'anno $t+1$, il governo dovrà conseguire un avanzo primario pari ai tassi di interessi reali sul debito preesistente e questo avanzo dovrà essere conseguito per tutti gli esercizi in cui si vuole un debito pubblico stabilizzato. Questo esempio permette di capire che disavanzi effettuati negli anni passati producono un maggior debito corrente e che se si vuole stabilizzare il debito pubblico bisogna conseguire un avanzo primario pari ai tassi di interesse reali sul debito esistente.

Il rapporto debito pubblico/PIL

Il rapporto debito pubblico/PIL è uno dei criteri più utilizzati per analizzare lo stato di salute di un Paese e più in particolare, la sua capacità di ripagare il debito. In termini approssimativi il Prodotto Interno Lordo di un paese misura il valore della sua attività produttiva nell'arco di un anno, nel calcolo vengono esclusi i beni e servizi prodotti all'estero da soggetti nazionali mentre vengono inclusi quelli prodotti nel paese dai soggetti esteri. Dividendo nell'equazione rappresentante il vincolo di bilancio entrambi i membri per la produzione reale:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1+r) \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

e moltiplicando B_{t-1} / Y_t al numeratore e denominatore per Y_{t-1} si ottiene:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1+r) \frac{Y_{t-1}}{Y_t} \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Se si indica con g il tasso di crescita di della produzione e se si utilizza l'approssimazione $(1+r) / (1+g) = 1 + r - g$ l'equazione può essere riscritta nel modo seguente:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Ovvero:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Questa equazione indica che la variazione del rapporto debito pubblico/PIL è data dalla somma di due termini. Il primo rappresenta la spesa per interessi in termini reali corretta per la crescita della produzione, a seconda che il tasso di interesse sia maggiore o minore rispetto al tasso di crescita della produzione, esso determina un aumento o una riduzione del debito e di conseguenza del rapporto debito pubblico/PIL. Il secondo termine rappresenta il rapporto tra disavanzo primario e PIL, a seconda che il saldo primario sia un avanzo ($T_t > G_t$) oppure un disavanzo ($T_t < G_t$), esso determina una riduzione o un aumento del debito e del rapporto. Il rapporto debito pubblico/PIL permette inoltre di poter effettuare delle analisi di lungo periodo ovvero capire se nel tempo il debito pubblico di un Paese tenderà a stabilizzarsi oppure ad aumentare a dismisura. Per effettuare questa analisi è necessario risolvere graficamente un'equazione alle differenze del tipo:

$$Y_t = \beta Y_{t-1} + A$$

Ricordando che la variazione del rapporto debito pubblico/PIL può essere scritta come:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

In questo caso la variabile dinamica Y_t è B_t/Y_t , il parametro β è $(1 + r + g)$ e la costante A è $(G_t - T_t)/Y_t$, e poiché si vuole studiare l'evoluzione del rapporto date tutte le altre variabili, si assume che gli avanzi o disavanzi primari in rapporto al PIL siano costanti nel tempo e che lo siano anche il tasso di interesse reale e il tasso di crescita della produzione. È possibile rappresentare l'equazione in un piano cartesiano, rappresentando il rapporto debito pubblico/PIL al tempo t in funzione del suo valore al tempo $t-1$, essa è una retta di inclinazione pari $(1 + r + g)$ e di intercetta $(G_t - T_t)/Y_t$, inoltre è necessario rappresentare la retta $Y = X$ utile a proiettare i valori delle ordinate sull'asse delle ascisse al passare del tempo. Ipotizziamo ora che il tasso di interesse reale sia maggiore rispetto al tasso di crescita della produzione, in caso di disavanzi primari il rapporto debito pubblico/PIL tende ad incrementarsi nel corso del tempo

allontanandosi dal punto d'equilibrio (figura 6) mentre, in caso di avanzi primari “adeguati” il rapporto tende a ridursi nel tempo (figura 7).

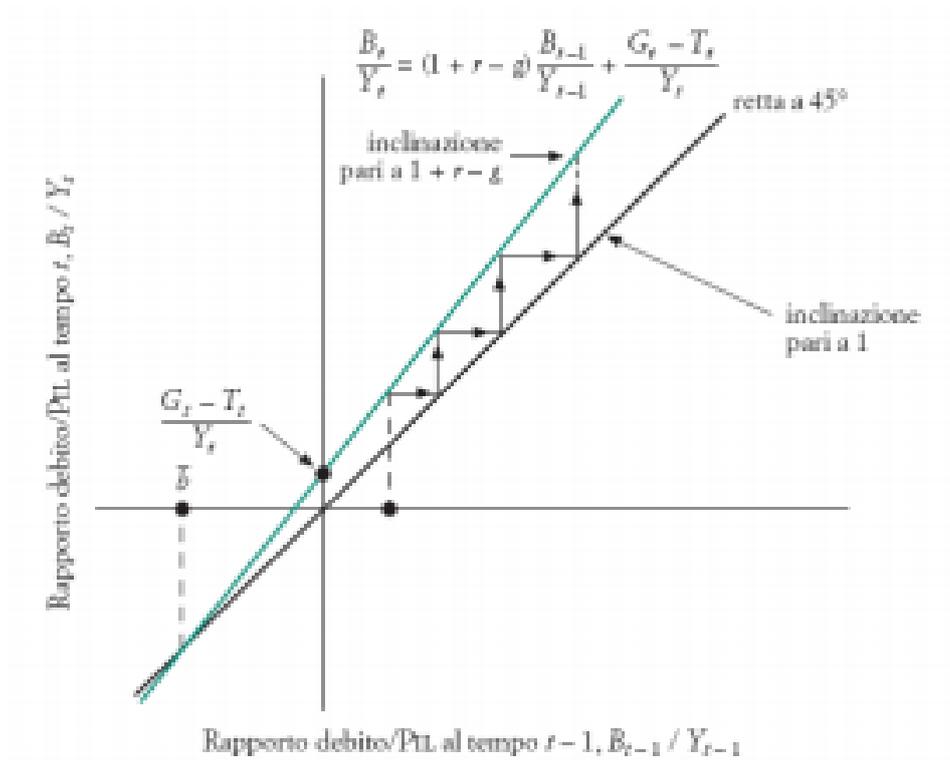


Figura 6 - Andamento del rapporto debito pubblico/PIL nel lungo periodo se $g < r$ e con disavanzi primari.
Fonte: Macroeconomia: Una prospettiva europea O. Blanchard A. Amighini F. Giavazzi edizione 2014.

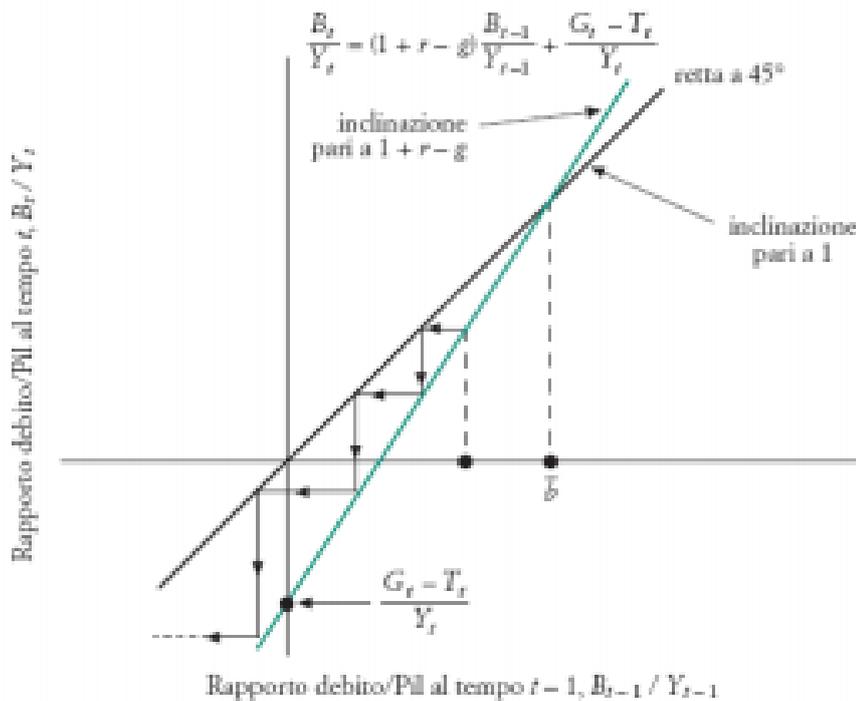


Figura 7 - Andamento del rapporto debito pubblico/PIL nel lungo periodo se $g < r$ e con avanzi primari.
Fonte: Macroeconomia: Una prospettiva europea O. Blanchard A. Amighini F. Giavazzi edizione 2014.

Per concludere, nel caso in cui il tasso di interesse sia maggiore del tasso di crescita della produzione, il governo deve conseguire degli avanzi primari se non vuole far accrescere il rapporto. Infatti se il governo non paga gli interessi sul debito pubblico preesistente attraverso degli avanzi primari, questi vengono pagati attraverso l'emissione di nuovo debito determinandone così un incremento ad un tasso pari a r inoltre, il PIL crescendo a un tasso g che risulta inferiore al tasso di interesse, fa sì che rapporto debito pubblico/PIL aumenti nel corso del tempo. Se si vuole quindi fermare la crescita del rapporto il governo deve conseguire adeguati avanzi primari.

Ipotizziamo ora che il tasso di crescita della produzione sia maggiore rispetto al tasso di interesse reale, in questo caso indipendentemente dal conseguimento di avanzi (figura 8) o di disavanzi primari (figura 9) il rapporto debito pubblico/PIL converge sempre al suo valore di equilibrio.

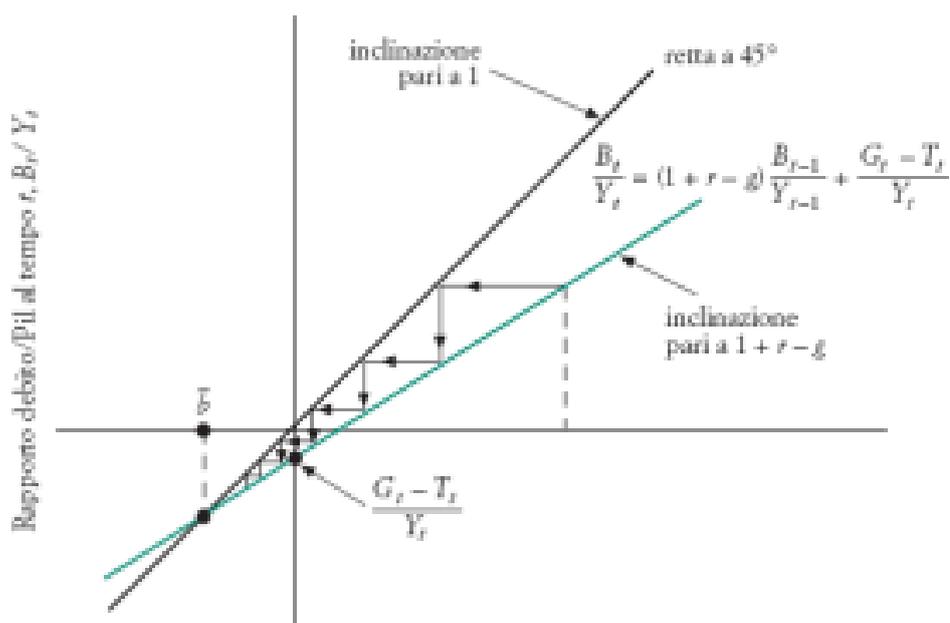


Figura 8 - Andamento del rapporto debito pubblico/PIL nel lungo periodo se $g > r$ e con avanzi primari.
Fonte: Macroeconomia: Una prospettiva europea O. Blanchard A. Amighini F. Giavazzi edizione 2014.

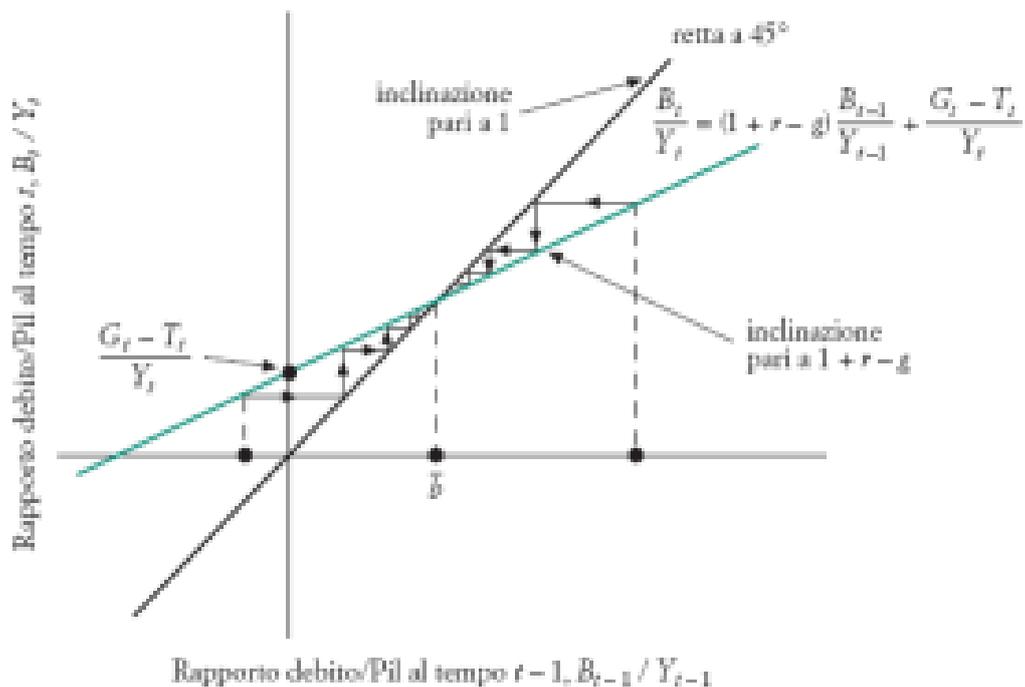


Figura 9 - Andamento del rapporto debito pubblico/PIL nel lungo periodo se $g > r$ e con disavanzi primari.
 Fonte: Macroeconomia: Una prospettiva europea O. Blanchard A. Amighini F. Giovazzi edizione 2014.

Per concludere, nel caso in cui il tasso di crescita della produzione sia maggiore del tasso di interesse, il rapporto debito pubblico/PIL nel corso del tempo converge verso il punto stazionario. Se il bilancio primario è in pareggio il rapporto converge a zero, mentre se il governo consegue disavanzi primari il rapporto continua a convergere ad un valore del debito tale per cui la riduzione del rapporto dovuta al tasso di crescita maggiore del tasso di interesse, compensa esattamente l'aumento del rapporto dovuto dal finanziamento dei disavanzi. Infine se il governo consegue degli avanzi primari la convergenza del rapporto viene accelerata.

Come alcuni Paesi hanno ridotto il loro rapporto debito pubblico/PIL

In un paper Bernardini et. (2019) hanno analizzato le forti riduzioni di debito pubblico avvenute dal secondo dopoguerra ad oggi in ventitré dei trentanove paesi facenti parte del gruppo dei paesi avanzati secondo la definizione dell’FMI. Nello studio sono stati considerati solamente i casi in cui la riduzione del rapporto debito pubblico/PIL è stata maggiore del 25% fatta eccezione per il caso francese e finlandese, dove la riduzione fu rispettivamente del 23,4% e 23,5%.¹⁸

In generale la riduzione del debito pubblico in un paese può avvenire attraverso l’adozione di una delle seguenti strategie:

1. Migliorare l’avanzo primario ovvero attuare un aumento delle imposte e/o una riduzione della spesa pubblica.
2. Aumentare l’inflazione e questo generalmente attraverso l’aumento dell’offerta di moneta. L’incremento dell’inflazione è collegato ad un aumento del tasso di crescita che determina una riduzione del rapporto almeno fino a quando essa non comporta l’impennata dei tassi di interesse.
3. Applicare una “repressione finanziaria” ovvero attuare diversi tipi di controlli amministrativi volti ad impedire ai soggetti di decidere liberamente come e dove investire i loro risparmi
4. Attuare una gestione patrimoniale tra le quali ricordo la privatizzazione, essa può contribuire alla riduzione del rapporto sia attraverso una riduzione del debito stesso sia attraverso un miglioramento dell’efficienza economica dello Stato.
5. Attuare una ristrutturazione del debito pubblico la quale implica una sostituzione dei titoli di Stato in circolazione con nuovi titoli che generalmente hanno un valore nominale inferiore, tassi di interesse più bassi e/o una scadenza più lunga.
6. Attuare il così detto “approccio del denominatore” ovvero aumentare il tasso di crescita del PIL. Questo può avvenire attraverso l’adozione di misure strutturali volte ad aumentare il tasso di crescita del PIL oppure attraverso politiche di espansione fiscale ovvero di riduzione delle imposte e/o aumento del deficit.

¹⁸ In questo studio viene anche analizzata la riduzione del rapporto debito pubblico/PIL della Grecia in una sezione a parte in quanto sebbene la variazione risulti essere solamente del 12,5%, essa è molto significativa poiché è l’unico esempio di riduzione del rapporto attraverso una ristrutturazione del debito di un paese avanzato negli ultimi settant’anni.

7. Attuare a livello europeo una mutualizzazione dei debiti pubblici, tematica tornata attuale ai giorni nostri con la proposta di emissione di eurobond a causa della pandemia provocata dal COVID-19.

Lo studio evidenzia come le strategie di riduzione del rapporto attuate dai differenti paesi siano state simili se realizzate nel medesimo periodo storico mentre differenti se effettuate in periodi storici diversi. In generale come si può notare dalla Tabella 4 le variazioni dei rapporti avvenute tra la Seconda Guerra Mondiale e la fine degli anni Quaranta furono ottenute attraverso l'aumento dell'inflazione mentre, tra gli anni Cinquanta e Settanta le riduzioni furono conseguite attraverso l'attuazione di un mix di politiche ovvero attraverso l'aumento del tasso di crescita, un'inflazione moderata e l'applicazione di misure di repressione finanziaria infine, dagli anni Novanta in poi le riduzioni sono state ottenute mediante le così dette politiche fiscali ortodosse ovvero attraverso l'incremento dell'avanzo primario.

Country	Period ¹	Number of years	Initial public debt [*]	Final public debt [*]	Public debt variation [*]	Annual average public debt variation [*]	Average primary surplus [*]	Average contribution of i-g and other components ^{*,2}	Average real GDP growth rate [*]	Average interest rate on public debt [*]	Average inflation rate ³	Maximum inflation	Strategy ⁴
Italy	1945 1947	2	73.2	24.9	-48.2	-24.1	-7.3	-31.4	24.3	1.2	40.0	62.1	I
France	1945 1948	3	146.4	31.9	-114.5	-38.2	-7.4	-45.5	22.6	1.0	53.4	58.6	I
Finland	1945 1951	6	66.2	21.6	-44.6	-7.4	1.2	-6.3	6.1	1.3	25.9	59.3	I
Canada	1945 1953	8	155.9	67.5	-88.5	-11.1	4.6	-6.4	4.1	2.7	5.5	14.6	M
Switzerland	1945 1963	18	78.8	10.7	-68.1	-3.8	1.8	-1.9	4.8	1.1	1.6	4.8	M
Belgium	1946 1951	5	142.1	73.3	-68.9	-13.8	0.7	-13.1	5.4	1.7	5.0	9.4	M
Japan	1946 1951	5	57.5	13.4	-44.1	-8.8	8.0	-0.9	10.2	0.3	81.0	195.1	I
Australia	1946 1964	18	86.8	21.9	-64.8	-3.6	1.6	-2.0	4.6	1.2	5.3	22.8	M
New Zealand	1946 1974	28	147.6	40.6	-107.0	-3.8	2.0	-1.8	4.4	1.7	4.9	10.5	M
Netherlands	1946 1974	28	229.8	37.8	-192.0	-6.9	0.7	-6.2	5.6	1.9	4.8	10.2	M
United Kingdom	1946 1983	37	233.9	46.2	-187.6	-5.1	1.4	-3.7	2.3	4.0	7.1	24.2	M
United States	1946 1974	28	121.2	41.2	-80.0	-2.9	1.2	-1.7	3.7	1.5	3.4	14.4	M
Norway	1947 1953	6	70.5	41.3	-29.2	-4.9	1.1	-3.8	4.6	0.9	5.3	17.0	M
Austria	1948 1957	9	37.5	10.7	-26.9	-3.0	-2.7	-5.7	8.5	0.2	10.2	28.1	I
France	1949 1966	17	38.9	15.5	-23.4	-1.4	-1.2	-2.6	5.1	1.0	5.5	16.7	M
Belgium	1959 1974	15	80.5	54.4	-26.1	-1.7	-0.6	-2.3	4.9	2.8	4.4	15.7	M
Israel	1984 2000	16	283.8	79.6	-204.2	-12.8	1.8	-11.0	2.2	9.0	32.7	304.6	I
Ireland	1987 2006	19	109.4	23.6	-85.8	-4.5	3.8	-0.7	6.5	4.2	2.9	5.3	O
New Zealand	1992 2007	15	64.6	14.5	-50.1	-3.3	4.5	1.1	3.5	2.5	2.2	3.8	O
Belgium	1993 2007	14	134.4	87.0	-47.4	-3.4	4.9	1.5	2.4	6.4	1.8	2.7	O
Denmark	1993 2007	14	80.5	27.3	-53.2	-3.8	4.4	0.6	2.4	3.8	1.9	2.7	O
Netherlands	1993 2007	14	74.8	43.0	-31.9	-2.3	2.1	-0.2	2.9	3.7	2.2	5.1	O
Norway	1993 1998	5	52.4	22.8	-29.6	-5.9	6.3	0.4	4.5	2.5	2.0	2.6	O
Finland	1994 2008	14	56.1	32.7	-23.5	-1.7	4.6	2.9	3.7	2.6	1.6	3.9	O
Iceland	1995 2005	10	58.2	24.5	-33.7	-3.4	2.7	-0.6	5.1	3.1	3.5	6.4	O
Canada	1996 2007	11	100.6	66.8	-33.7	-3.1	3.4	0.4	3.3	6.1	2.1	2.7	O
Spain	1996 2007	11	65.6	35.6	-30.0	-2.7	2.2	-0.5	3.8	2.8	2.9	3.6	O
Sweden	1996 2008	12	70.2	37.7	-32.4	-2.7	3.7	1.0	3.2	2.8	1.7	3.3	O
Iceland	2011 2017	6	92.0	42.5	-49.5	-8.3	5.4	-2.8	3.9	4.3	2.7	5.2	O
Ireland	2012 2017	5	119.9	68.5	-51.4	-10.3	0.5	-9.8	9.4	3.0	0.2	0.6	O
Average		13.3	104.3	38.6	-65.7	-6.9	1.8	-5.1	5.9	2.7	10.8	30.5	

¹ The period starts when the maximum debt-to-GDP ratio is reached and it ends in the last year of public debt reduction.

² "i-g and other components" is computed as the difference between the annual average reduction in the debt-to-GDP ratio and the primary balance.

³ Consumer Price Index. More details can be found in the Appendix.

⁴ I=inflation; M=Mix of financial repression, sustained economic growth and moderate inflation; O=orthodox fiscal adjustment.

* These data are expressed as percent of GDP.

Tabella 4 - Casi di riduzione del rapporto debito pubblico PIL nei paesi avanzati dal secondo dopoguerra.

Fonte: Bernardini et. Reducing public debt: the experience of advanced economies over the last 70 years 2019

Le variazioni del rapporto debito pubblico/PIL considerate sono trenta, con una media di riduzione del 66% rispetto al PIL e in particolare, la strategia che ha comportato le riduzioni più significative è stata quella del mix di politiche con una media del 85% mentre per quanto

riguarda le strategie di inflazione elevata e di politiche fiscali ortodosse hanno portato rispettivamente a riduzioni in media del 80% e del 43%. Inoltre queste strategie di riduzione del rapporto sono durate in media 13 anni e in particolare, quelle ad inflazione elevata sono durate in media 7 anni contro le medie di 12 anni e di 19 anni delle strategie di politiche fiscali ortodosse e di mix di politiche.

Strategia di elevata inflazione

Come detto in precedenza, i paesi che hanno realizzato una riduzione del rapporto debito pubblico/PIL tra la Seconda Guerra mondiale e la fine degli anni Quaranta l'hanno conseguita perseguendo una strategia comune ovvero quella dell'elevata inflazione. In cinque paesi si è verificata una forte riduzione in particolare in Francia il rapporto è diminuito del 114,5%, in Italia del 48%, in Finlandia del 45% e in Giappone del 44% mentre in Austria si è verificata una riduzione minore pari al 27% e questo dovuto principalmente dal fatto che il paese partiva da un rapporto molto basso pari al 37,5%. Un'analisi separata deve essere fatta per Israele in quanto, risulta essere l'unico paese in cui si è verificata un'elevata inflazione dopo gli anni Cinquanta in particolare, in questo Paese si verificò un'elevata riduzione del rapporto pari al 204%, dopo il 1984. È necessario però effettuare una precisazione, sebbene in questi casi l'inflazione si sia dimostrata uno strumento efficace per ridurre il rapporto debito pubblico/PIL, essa non può essere definita propriamente come una strategia che è stata adottata per la riduzione del debito pubblico in quanto, l'elevata inflazione esistente nel secondo dopoguerra fu causata da circostanze economiche specifiche. Basti ad esempio ricordare che la riconversione industriale ha richiesto anni e per questo motivo la crescita della domanda correlata ad un'offerta ridotta hanno portato ad un aumento considerevole dell'inflazione che comunque i Paesi hanno tentato di ridurre il prima possibile.

Strategia di mix di politiche

Tra gli anni Cinquanta e gli anni Settanta diversi paesi sono riusciti a ridurre il rapporto debito pubblico/PIL attraverso un mix di politiche tra le quali misure di repressione finanziaria, un tasso di crescita sostenuto e un'inflazione moderata. Più specificatamente dieci degli undici casi analizzati in questo studio hanno portato ad una riduzione del rapporto di oltre il 25%, tra quelli più significativi riporto i casi dell'Olanda, del Regno Unito e della Nuova Zelanda dove le riduzioni sono state rispettivamente del 192%, del 188% e del 107%. Le motivazioni per cui questa strategia risultò essere quella che ha ottenuto, in media, i risultati più significativi sono molteplici: in primo luogo l'inflazione era molto più bassa rispetto al periodo precedente (in media si attestava al 5%) inoltre i tassi di interesse medi sul debito pubblico erano bassi e spesso ben al di sotto del tasso di inflazione portando i tassi di interesse reali a valori negativi e oltre a

questo il tasso di crescita era elevato (in media si attestava al 4,5%). Generalmente però, a parità di condizioni, ad elevati tassi di crescita corrispondono elevati tassi di interesse reali a causa degli alti rendimenti marginali degli investimenti reali tuttavia, in questo periodo i tassi di interesse reali erano bassi se non negativi e questo fu dovuto principalmente alle politiche di repressione finanziaria attuate dai differenti stati. Con questo termine si intendono tutte le politiche, leggi, regolamenti e tasse che impediscono ai soggetti di decidere dove e come investire i propri risparmi. Queste politiche di repressione furono efficaci per diversi motivi, in primo luogo il debito pubblico dei paesi era per la maggior parte in valuta nazionale e detenuto da soggetti residenti in secondo luogo, i controlli sui capitali al tempo erano considerati la regola anziché l'eccezione. In particolare tra gli strumenti di repressione finanziaria più utilizzati ricordo lo stanziamento di un massimale dei tassi di interesse e dei rendimenti dei titoli di stato, l'introduzione di restrizioni ai movimenti di capitali e di una regolamentazione prudenziale che costrinse gli istituti di credito a detenere nei loro portafogli i titoli di stato. Inoltre furono previsti dei divieti sulle negoziazioni in oro e delle imposte sulle transazioni di azioni che hanno portato gli investitori ad investire su titoli di debito pubblico, infine i Paesi ottenevano linee di credito dirette attraverso il possesso e la gestione di banche e di istituti finanziari e applicando delle barriere all'ingresso per gli altri soggetti che volevano entrare in questi settori. Tutto questo ha permesso ai paesi di mantenere, in modo artificiale, bassi i tassi di interesse sul debito pubblico permettendo così al rapporto debito pubblico/PIL di scendere. Anche in questo caso è necessario effettuare una precisazione, la repressione finanziaria risulta essere un'imposta per il cittadino dello stato in quanto attraverso queste politiche il risparmiatore è obbligato ad investire solamente in determinati strumenti finanziari e settori questa imposta però, essendo meno visibile rispetto ad altre tipologie di imposte, risulta essere accolta in modo più favorevole da parte dell'elettorato.

Strategia degli aggiustamenti fiscali ortodossi

Nello studio sono riportati tredici casi in cui la riduzione del rapporto debito pubblico/PIL è avvenuta grazie al rafforzamento dell'avanzo primario ovvero attraverso l'aumento delle imposte e/o riduzione della spesa pubblica. Undici dei tredici casi si sono verificati durante i decenni che possono essere considerati come i veri anni dell'ortodossia fiscale, ovvero tra gli anni Ottanta e la metà del primo decennio degli anni Duemila, mentre i restanti due si sono verificati dopo la crisi economica del 2008 e poiché i contesti macroeconomici pre e post crisi furono differenti, in particolare per quanto concerne il livello dei tassi di interesse e di crescita, risulta utile effettuare un'analisi separata. Per quanto riguarda gli undici casi, l'inflazione non ha avuto un ruolo rilevante nella riduzione del rapporto e neppure la repressione finanziaria in

quanto la maggior parte dei paesi in quel periodo realizzarono programmi di liberalizzazione finanziaria tra i quali ad esempio la piena mobilità del capitale. Al contrario, le politiche adottate da questi paesi furono di aggiustamento del bilancio che permisero un aumento dell'avanzo primario in particolare, il saldo primario positivo fu mantenuto a livelli abbastanza elevati per tutto il periodo in cui si verificò la riduzione del rapporto. Tra i casi più significativi riporto quello dell'Irlanda e della Danimarca dove le riduzioni sono state rispettivamente del 86% e del 53% mentre in generale, la variazione media del rapporto fu del 41% con un avanzo primario medio del 4% (negli undici casi). L'importanza dei paesi coinvolti e le politiche da loro adottate permettono di contraddire l'opinione, divenuta molto popolare negli ultimi anni, secondo la quale grandi avanzi primari siano eventi più unici che rari inoltre, anche i paesi che stanno perseguendo la riduzione del rapporto attraverso aggiustamenti fiscali possono temporaneamente sospendere i loro sforzi per motivi di crisi. È quello che è successo in sette degli undici casi riportati dallo studio dove durante la recessione delle economie avanzate tra il 2001 e il 2003 l'avanzo primario in Irlanda, Belgio, Paesi Bassi, Finlandia, Islanda, Canada, Svezia e Danimarca è diminuito per poi risalire negli anni successivi. Negli undici casi considerati, il miglioramento dell'avanzo primario è avvenuto principalmente attraverso la riduzione della spesa pubblica infatti, come si può vedere nella Tabella 5, escludendo i casi della Danimarca e dell'Olanda dove l'aggiustamento del saldo era avvenuto in anni precedenti¹⁹, in sette dei nove paesi si sono verificati considerevoli tagli alla spesa pubblica mentre in Spagna e in Belgio, l'adeguamento si è verificato integralmente attraverso l'aumento delle entrate. C'è da dire comunque che anche in alcuni dei sette paesi l'aumento delle entrate è stato considerevole come ad esempio in Canada mentre in altri, l'adeguamento del saldo primario è stato equamente ripartito tra aumenti delle entrate e riduzione della spesa pubblica come successo in Islanda.

¹⁹ In questi due paesi il saldo primario è rimasto sostanzialmente stabile in quanto l'adeguamento fiscale era iniziato alcuni anni prima che il debito pubblico iniziasse a diminuire in particolare, in Olanda nel 1991 attraverso l'aumento delle imposte mentre in Danimarca negli anni Ottanta attraverso la riduzione della spesa pubblica.

Country	Year of maximum public debt	Average primary surplus after	Average primary surplus before	Average primary expenditure after	Average primary expenditure before	Average revenue after	Average revenue before	Δ primary surplus	Primary expenditure cut	Revenue increase	Primary expenditure cut / Δ primary surplus	Cyclically adjusted primary balance after	Cyclically adjusted primary balance before
Ireland	1987	4.5	-0.7	36.2	42.8	40.6	42.1	5.2	6.6	-1.5	1.3	NA	NA
New Zealand	1992	6.0	1.3	30.8	36.8	36.8	38.1	4.8	6.1	-1.3	1.3	NA	NA
Belgium	1993	4.4	3.4	43.7	43.3	48.1	46.7	1.0	-0.4	1.5	-0.4	5.0	3.4
Denmark	1993	2.5	2.6	52.8	50.6	55.3	53.2	-0.1	-2.2	2.0	16.4	2.8	4.3
Netherlands	1993	2.0	2.1	44.2	47.6	46.3	49.7	-0.1	3.3	-3.4	-36.2	0.4	NA
Norway	1993	5.7	1.9	47.8	51.3	53.6	53.2	3.9	3.5	0.4	0.9	-7.6	-12.4
Finland	1994	0.5	-3.0	54.9	59.2	55.4	56.2	3.5	4.3	-0.8	1.2	1.3	0.2
Iceland	1995	2.6	-0.5	37.1	38.7	39.8	38.2	3.1	1.5	1.6	0.5	2.2	2.2
Canada	1996	5.1	0.1	38.4	42.3	43.5	42.4	5.0	3.9	1.1	0.8	5.4	0.6
Spain	1996	1.3	-1.1	36.9	35.3	38.1	34.2	2.4	-1.6	4.0	-0.7	1.3	0.4
Sweden	1996	4.4	-0.9	53.1	58.9	57.5	58.0	5.3	5.8	-0.5	1.1	5.0	0.2
<i>Average</i>		3.6	0.5	43.3	46.1	46.8	46.5	3.1	2.8	0.3	-1.3	1.8	-0.1

By "after" we mean the first three years of public debt reduction. By "before" we mean the three years before the reduction begins. All the data are expressed as percent of GDP, except for the years.

Tabella 5 - Casi di riduzione del rapporto debito pubblico PIL dagli anni Ottanta alla metà degli anni Duemila ottenuti tramite aggiustamenti fiscali.

Fonte: Bernardini et. *Reducing public debt: the experience of advanced economies over the last 70 years 2019*

La capacità di mantenere elevati avanzi primari nel tempo da parte di questi paesi è sorprendente soprattutto se si considerano le dichiarazioni di alcuni policy makers secondo i quali, le politiche fiscali ortodosse (le così dette politiche di austerità) sono controproducenti e danneggiano l'economia. Stando infatti agli undici casi indicati nello studio, il tasso di crescita medio era del 3,8% e i tassi di crescita più bassi, che furono registrati da Belgio e Danimarca, erano comunque superiori al 2%, si può quindi concludere che le politiche di austerità non implicano necessariamente un collasso dell'attività economica di un paese. Inoltre è utile ricordare che la riduzione del rapporto debito pubblico/ PIL avvenuta in questi paesi fu principalmente ottenuta grazie agli elevati avanzi primari e non dalle circostanze esterne infatti, negli anni Ottanta e gli anni Novanta si sono verificati considerevoli aumenti dei tassi di interesse sui titoli di stato in tutte le economie avanzate, in parte causati dall'eliminazione delle misure di repressione finanziaria.²⁰

Lo studio riporta inoltre due casi di riduzione del rapporto successivi alla crisi del 2008 ovvero quello islandese e irlandese dove si verificò una riduzione media del rapporto del 50,5% con un avanzo primario medio del 2,9% (Tabella 6). Il caso dell'Islanda è simile ai casi precrisi economica, infatti la riduzione è avvenuta attraverso la crescita dell'avanzo primario mediante un sostanziale bilanciamento tra aumenti di imposta e riduzione della spesa pubblica come è possibile vedere dalla Tabella 7. Anche in Irlanda la riduzione del rapporto è avvenuta attraverso un miglioramento del saldo primario con un avanzo primario in media pari al 0,5%²¹, l'incremento dell'avanzo è stato interamente conseguito attraverso tagli alla spesa pubblica.

²⁰ C'è comunque da ricordare che i tassi di crescita del PIL erano più elevati, almeno rispetto agli standard odierni.

²¹ Questo dato può essere fuviante, il saldo primario all'inizio dell'aggiustamento (2012) partiva da un livello fortemente negativo e in breve tempo ha raggiunto livelli positivi fino ad arrivare ad un valore pari al 1,5% del PIL tra il 2016 e il 2017.

Occorre però sottolineare che gli avanzi primari dell'Irlanda risultano essere inferiori rispetto agli altri casi sopra riportati e questo principalmente per due ragioni, in primo luogo all'epoca i tassi di interesse nell'area euro erano molto bassi e lo spread dei titoli di stato irlandese scese in breve tempo, in secondo luogo il tasso di crescita del Paese era molto alto (tasso di crescita medio del 9,4%) e a questo contribuì in particolare la scelta da parte dell'Irlanda di un trattamento fiscale di favore sulla tassazione degli utili delle multinazionali.

Country	Period ¹		Number of years	Initial public debt	Final public debt	Public debt variation	Annual average public debt variation	Average primary surplus	Average contribution of i-g and other components ²	Average real GDP growth rate	Average interest rate on public debt
Iceland	2011	2017	6	92.0	42.5	-49.5	-8.3	5.4	-2.8	3.9	4.3
Ireland	2012	2017	5	119.9	68.5	-51.4	-10.3	0.5	-9.8	9.4	3.0
<i>Average</i>			5.5	105.9	55.5	-50.5	-9.3	2.9	-6.3	6.7	3.6

¹ The period starts when the maximum debt-to-GDP ratio is reached and it ends in the last year of public debt reduction.

² "i-g and other components" is computed as the difference between the annual average reduction in the debt-to-GDP ratio and the primary balance. All the data are expressed as percent of GDP, except for the number of years in public debt reduction periods.

Tabella 7 - Casi di riduzione del rapporto debito pubblico PIL dalla metà degli anni Duemila ad oggi tramite aggiustamenti fiscali.

Fonte: Bernardini et. Reducing public debt: the experience of advanced economies over the last 70 years 2019

Country	Year of maximum public debt	Average primary surplus after	Average primary surplus before	Average primary expenditure after	Average primary expenditure before	Average revenue after	Average revenue before	Δ primary surplus	Primary expenditure cut	Revenue increase	Primary expenditure cut / Δ primary surplus	Cyclically adjusted primary balance after	Cyclically adjusted primary balance before
Iceland	2011	2.7	-3.3	38.8	41.6	41.5	38.4	6.0	2.8	3.2	0.5	1.7	-4.2
Ireland	2012	-0.3	-14.2	32.0	47.8	31.7	33.6	13.9	15.8	-1.9	1.1	-0.8	-13.1
<i>Average</i>		1.2	-8.7	35.4	44.7	36.6	36.0	9.9	9.3	0.6	0.8	0.5	-8.6

By "after" we mean the first three years of public debt reduction. By "before" we mean the three years before the reduction begins.

All the data are expressed as percent of GDP, except for the years.

Tabella 6 - Casi di riduzione del rapporto debito pubblico PIL dalla metà degli anni Duemila ad oggi tramite aggiustamenti fiscali.

Fonte: Bernardini et. Reducing public debt: the experience of advanced economies over the last 70 years 2019

Gestione patrimoniale e privatizzazioni

I programmi di privatizzazione furono per la prima volta attuati nel Regno Unito durante i governi di Margareth Thatcher successivamente, iniziarono a diffondersi in tutti gli altri paesi e diventarono molto popolari e utilizzati in tutto il mondo durante gli anni Novanta. Anche i paesi facenti parte dello studio hanno realizzato programmi di privatizzazioni, nella Tabella 8 è possibile osservare i ricavi in valore assoluto ottenuti dai programmi di privatizzazione tra il 1990 e il 2000 e i ricavi medi annui in percentuale al PIL. Come si può osservare il Paese che ha ottenuto più ricavi in percentuale al PIL fu la Nuova Zelanda con un ricavo medio dell'1,7% e pari a circa il 19% nell'arco dell'intero periodo, fornendo quindi un elevato contributo alla riduzione del debito pubblico/ PIL. Tuttavia l'elevato apporto dato dalle privatizzazioni in Nuova Zelanda risulta essere un'eccezione rispetto agli altri casi. Se infatti si escludono Nuova

Zelanda, Finlandia e Irlanda²², la media dei ricavi medi in percentuale al PIL è dello 0,3 % annuo ovvero pari a circa 3 % nell'arco dell'intero periodo. Occorre quindi sottolineare che le privatizzazioni possono essere uno strumento “una tantum” da utilizzare per la riduzione del rapporto debito pubblico/ PIL ma non può essere la forza trainante, in quanto il contributo annuale che le privatizzazioni possono dare in termini di riduzione del debito è molto più piccolo rispetto al contributo fornito dagli avanzi primari.

Country	Privatization Revenue (Billion US\$)	Average privatization revenues (% of GDP)
Belgium	9.6	0.3
Canada	10.6	0.2
Denmark	6.0	0.3
Finland	11.0	0.8
Iceland	0.4	0.4
Ireland	7.6	0.8
Netherlands	13.6	0.3
New Zealand	9.4	1.7
Norway	2.9	0.2
Spain	37.7	0.6
Sweden	17.3	0.6
<i>Average</i>	<i>11.5</i>	<i>0.6</i>

Tabella 8 - Privatizzazioni dal 1990 al 2000

Fonte: Bernardini et. *Reducing public debt: the experience of advanced economies over the last 70 years 2019*

La ristrutturazione del debito

Per ristrutturazione del debito si intende la decisione di uno stato di non rimborsare del tutto o in parte il proprio debito pubblico, di abbassare il tasso delle cedole sui titoli di stato oppure di modificare la scadenza delle obbligazioni. In generale comunque per ristrutturazione del debito si intende uno scambio delle obbligazioni in circolazione con obbligazioni di nuova emissione che presentano condizioni meno favorevoli per i creditori. Lo strumento di ristrutturazione risulta essere inevitabile in casi di gravi crisi del debito pubblico ma è bene ricordare che questo strumento può anche essere molto dannoso per il paese. In primo luogo la ristrutturazione provoca un danno reputazionale, tanto che il paese rischia di non ottenere prestiti oppure di ottenerli a tassi di interesse molto elevati, quasi inaccettabili. Inoltre la ristrutturazione provoca degli effetti negativi sulla domanda interna in quanto risulta essere un'imposta sugli

²² In questi Paesi si sono ottenuti risultati soddisfacenti dalle privatizzazioni in quanto nel 1990 il settore statale era ancora molto ampio.

obbligazionisti e i suoi effetti dipendono dall'ammontare di debito pubblico detenuto dai soggetti residenti nel paese. Se invece, il debito pubblico è detenuto interamente da soggetti non residenti, allora questo effetto restrittivo sulla domanda non si verifica ma, nella maggior parte delle economie avanzate, il debito pubblico è detenuto principalmente da residenti il che rende molto difficile una sua ristrutturazione. Nello studio viene riportato il caso della ristrutturazione del debito pubblico greco in quanto risulta essere l'unico caso significativo di ristrutturazione tra i paesi avanzati dal secondo dopoguerra ad oggi.²³

La ristrutturazione greca

La crisi greca iniziò nel febbraio 2010 quando il governo greco rivelò che il bilancio pubblico degli anni precedenti era stato truccato ovvero i livelli di deficit e di debito pubblico degli anni passati erano stati sottovalutati. Dal quel momento la Grecia iniziò a perdere credibilità sui mercati finanziari e subì numerosi declassamenti dei suoi titoli di stato. Nel maggio 2010 il governo greco attraverso trattative bilaterali con i paesi dell'eurozona e con il FMI riuscì ad ottenere un prestito da 110 miliardi di euro (80 dai Paesi Europei e 30 dal FMI) in cambio di pesanti adeguamenti fiscali e di riforme strutturali. Nonostante un iniziale miglioramento del saldo primario questo primo accordo non fu in grado di risolvere la crisi greca tanto che nel 2012 i titoli di stato decennali della Grecia arrivarono ad un tasso di interesse del 33,7%. Successivamente a questo fatto i titoli di stato greci uscirono dal mercato, non avere titoli di debito da piazzare sul mercato significa, per un paese, che gli impegni presenti e futuri di spesa devono essere sostenuti solamente dalle entrate dello stato (imposte). Tutto questo portò nel marzo del 2012 ad un accordo di ristrutturazione del debito dove la maggior parte degli investitori istituzionali e privati che hanno partecipato all'accordo accettarono di cambiare i loro titoli di debito con:

- Nuove obbligazioni con scadenze comprese tra il 2023 e il 2042 dal valore nominale complessivo pari al 31,5% dei titoli originariamente posseduti.
- Un warrant emesso dalla Grecia con importo nominale del 31,5% dei titoli originariamente posseduti, con scadenza nel 2042 e avente diritto al pagamento di interessi annuali nel caso in cui la Grecia osservi il percorso di crescita del PIL stabilito.
- Nuovi titoli zero coupon emessi dall'EFSM (ora ESM) con scadenza a 12 e 24 mesi con importo nominale del 15% dei titoli originariamente posseduti.

²³ Anche la Germania ha ristrutturato il suo debito pubblico nel 1953 ma si è trattato di un'operazione su piccola scala infatti, il taglio era pari solamente al 9% del PIL e il debito ristrutturato era interamente detenuto da soggetti non residenti.

Dopo questa ristrutturazione verso la fine del 2012 vi fu un accordo per un secondo piano di salvataggio da parte dell'EFSF di 130 miliardi. Un punto importante del programma riguardò il riacquisto di debito che consistette in un invito a tutti i possessori di debito pubblico greco a scambiarli con nuovi titoli semestrali emessi dalla stessa EFSF dal valore nominale del 33,8% dei titoli originariamente posseduti. Complessivamente sono stati cancellati dal debito 126,6 miliardi di titoli greci e questa ristrutturazione toccò principalmente banche, assicurazioni e fondi di investimento.

La ristrutturazione del debito pubblico greco offre alcuni spunti di riflessione, per prima cosa essa non eliminò la necessità di migliorare il saldo primario infatti, anche se si fosse arrivati ad una cancellazione del 100% del debito pubblico, il bisogno di risanamento delle finanze pubbliche sarebbe rimasto comunque necessario. Inoltre la ristrutturazione del debito risulta essere un'imposta per gli obbligazionisti e in particolare, quando il debito pubblico dello stato è detenuto principalmente da soggetti residenti questo comporta effetti di contrazione dell'economia nazionale ma nel caso greco, solamente il 30% circa del debito pubblico era detenuto da residenti e per questo motivo l'imposta fu per la maggior parte pagata dagli stranieri. Infine in un accordo di ristrutturazione la tempistica risulta essere un fattore molto importante ovvero più tempo un paese impiega per raggiungere l'accordo, maggiore è il danno che si arreca all'economia del paese stesso. Infatti come sostengo molti commentatori, se la ristrutturazione fosse avvenuta nel 2010 ovvero all'inizio del programma di aggiustamento, la riduzione del debito pubblico sarebbe avvenuta più velocemente e avrebbe comportato costi minori per l'economia greca. Ritengo che questo sia stato l'errore più grande commesso nella storia dall'Unione europea, il ritardo fu principalmente dovuto al timore che, una volta sfatato il tabù dell'impossibilità della ristrutturazione del debito, la ristrutturazione avrebbe colpito altri Paesi europei con elevati debiti pubblici.

Un'alternativa alla ristrutturazione del debito potrebbe essere il conseguimento di un forte prelievo fiscale di ricchezza una tantum (la così detta imposta patrimoniale). Tuttavia la patrimoniale per essere considerata un modo efficace di risolvere la problematica dell'elevato debito pubblico deve essere inaspettata e allo stesso tempo sufficientemente elevata da ridurre il rapporto debito pubblico/ PIL. Se queste due condizioni non venissero rispettate l'imposta risulterebbe essere inefficace, ad esempio se i contribuenti si aspettassero in un immediato futuro un'imposta patrimoniale potrebbero spostare i capitali in altri paesi e/o modificare i loro comportamenti economici, ovvero ridurre i consumi. Inoltre questa imposta potrebbe comportare gravi problemi di liquidità infatti, se la quota di ricchezza non finanziaria (esempio

immobili) detenuta dalle famiglie ed imprese rispetto alla ricchezza totale fosse elevata, questo potrebbe comportare problemi di idoneità al pagamento dell'imposta.

L'approccio del denominatore

L'approccio del denominatore si basa sull'idea che la crescita del deficit comporta un aumento più che proporzionale della crescita del PIL ovvero se ad esempio la spesa pubblica in un paese aumenta di 100 euro questa comporterà un aumento del reddito annuale di 130 euro. Questa teoria si basa sul moltiplicatore keynesiano ovvero se si considerano investimenti, spesa pubblica e imposte come variabili esogene e i consumi composti da due componenti, una dipendente dal reddito e una seconda componente indipendente, il reddito nazionale può essere rappresentato attraverso la seguente formula:²⁴

$$Y = \frac{1}{(1 - c_1)} (c_0 + I + G - c_1 T)$$

Il fattore $(c_0 + I + G - c_1 T)$ viene denominato spesa autonoma rispetto al reddito mentre il fattore $1/(1-c_1)$ è il così detto moltiplicatore keynesiano, il termine $(1-c_1)$ viene anche denominato tasso di risparmio. Questa equazione ci spiega che minore è il tasso di risparmio, maggiore è moltiplicatore tanto che se ad esempio, si avesse una spesa autonoma di 100 euro e si arrivasse a convincere i consumatori a spendere tutto il loro reddito disponibile, il reddito nazionale tenderebbe all'infinito. In questa teoria il reddito va all'infinito perché si assume che in realtà ci sia in ogni dato periodo di tempo, capacità produttiva completamente inutilizzata. Ovvero si descrive un mondo in cui un determinato evento (esempio una gravissima crisi economica) ha comportato il crollo dei mercati finanziari e di credito, lo scioglimento di banche, il fallimento di imprese ed elevatissimi tassi di disoccupazione, in altre parole questo evento/crisi ha comportato un crollo del sistema di coordinamento dei diversi settori economici. Solamente in questo scenario è sensato dire che vi è un'elevata capacità produttiva inutilizzata e risulta ragionevole parlare di un intervento esterno (aumento della spesa pubblica) per aumentare la fiducia degli agenti economici e permettere così all'economia di tornare a crescere. In generale però un paese non opera sotto queste condizioni ed è proprio per questo che l'approccio del denominatore risulta essere poco efficace circa la riduzione del rapporto debito/PIL inoltre, in uno studio empirico del Fondo Monetario Internazionale (2014), dove si sono stimati il valore dei differenti moltiplicatori, si è evidenziato che di base, i moltiplicatori non sono mai stati

²⁴ Immaginando di trovarsi in una situazione di equilibrio dei mercati dei beni dove la produzione (Y) sia uguale alla domanda (Z) ovvero:

$$Y = Z = c_0 + c_1 (Y - T) + I + G$$

superiori a 1 ma al massimo compresi tra un valore pari a 0,4 - 0,7. Tutto questo significa che ad esempio, un aumento della spesa pubblica di 100 ha fatto aumentare il PIL al massimo di 40 - 70 euro e che solamente in rarissimi casi (ovvero di profonde crisi economiche con elevata disoccupazione) vi sono stati moltiplicatori con stime leggermente superiori a uno e dove quindi la crescita del PIL è stata più che proporzionale rispetto all'aumento del deficit.

La mutualizzazione del debito

La recente crisi provocata dalla pandemia COVID-19 ha fatto tornare attuali discussioni avvenute negli anni passati circa la mutualizzazione dei debiti pubblici dei Paesi dell'eurozona in particolare, nel dibattito pubblico e politico europeo ci si interroga su quale sia lo strumento più efficace da usare per uscire dalla crisi (ESM o Eurobond). Innanzitutto serve precisare che le misure fino a questo momento previste dall'Unione europea sono ingenti e sono state decise in tempi rapidi rispetto a quanto avvenuto in passato come ad esempio durante la crisi economica del 2008. In particolare la Banca Centrale Europea ha previsto un programma di Quantitative Easing denominato PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) di circa mille miliardi che permetterà alla BCE di acquistare titoli di debito degli stati aggirando il capital key (acquisto di titoli in proporzione alle quote di capitale dei diversi paesi) e che permetterà agli stati dell'eurozona di proteggersi dalla crescita dei tassi di interesse. Inoltre la BCE ha previsto un piano TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) fino ad aprile 2021, attraverso il quale finanzia le banche nazionali a tassi di interesse molto bassi allo scopo poi di finanziare imprese e famiglie. La Commissione europea poi ha deciso di sospendere il patto di stabilità e crescita, di implementare un programma SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in Emergency) di circa cento miliardi finalizzato a garantire politiche occupazionali nei paesi dell'area euro, di allentare le regole in tema di aiuti di stato permettendo così ai paesi di sostenere finanziariamente le imprese che ritengono strategiche e fondamentali senza incorrere in sanzioni, di prevedere una flessibilità sull'uso dei fondi strutturali non ancora utilizzati ovvero è stato sciolto il loro vincolo di destinazione e possono essere utilizzati come riserva di liquidità e infine ha deciso di rafforzare il programma FEAD (Fund for European Aid to the Most Deprived) che fornisce aiuto agli indigenti fornendogli cibo e/o assistenza sanitaria. La Banca Europea degli Investimenti (BEI) ha stanziato un piano di circa 200 miliardi per le politiche di sviluppo e di sostegno alle imprese, alla sanità e alle infrastrutture dei paesi membri. Inoltre è stato previsto un ESM "light" ovvero tutti i paesi che non soddisfano i requisiti per accedere alla linea di credito PCCL possono ottenere dei prestiti per spese sanitarie dirette ed indirette per un importo massimo pari al 2% del PIL dell'anno precedente senza condizionalità (ovvero senza rientrare nella linea di credito ECCL che

comporterebbe una vigilanza rafforzata e la sottoscrizione di un memorandum). Infine L'Eurogruppo ha introdotto l'idea di un Recovery Fund ovvero di un fondo ricavato dal bilancio europeo che dovrebbe servire una volta terminata l'emergenza COVID-19, alla ricostruzione ovvero all'attuazione di politiche di sviluppo e di crescita. Le modalità di attuazione di questo fondo non sono ancora chiare e l'Eurogruppo ha demandato al Consiglio europeo l'individuazione delle regole per la sua attuazione ma, poiché questo fondo richiede una ridefinizione del bilancio europeo e la costruzione di un'impalcatura giuridica e operativa molto complessa ci vorranno diversi mesi. Una proposta interessante è stata elaborata dalla Spagna, questa si basa sull'emissione di debito perpetuo o irredimibile ovvero creare un Recovery Fund attraverso una mutualizzazione del debito ma che prevede anche un modello di condivisione delle decisioni e della gestione del debito stesso. La proposta riguarda l'emissione 1,5 trilioni di debito per il finanziamento di diversi progetti a sostegno della crisi, emesso a livello europeo e garantito dalla capacità fiscale dei differenti stati mediante il trasferimento a livello centrale europeo di una parte della sovranità fiscale. In particolare, essa prevede di pagare gli interessi sul debito attraverso un aumento del bilancio europeo, l'introduzione di nuove imposte europee (esempio una carbon tax o un'imposta sul mercato unico) e l'utilizzo di una parte del signoraggio della BCE che in questo momento viene distribuito tra i paesi membri. Questa proposta, se attuata, avrebbe delle valenze politiche molto importanti infatti, questo debito ad emissione comunitaria essendo irredimibile significherebbe trasmettere l'idea che l'Europa esisterà per sempre e se i mercati finanziassero il debito ad un tasso di interesse ragionevole, permetterebbe di dare ancora più credibilità al progetto europeo.²⁵

²⁵ Successivamente alla data di stesura di questo capitolo, il Consiglio europeo ha approvato un pacchetto di aiuti da circa 1.800 miliardi volto a stimolare la ripresa economica dei Paesi membri, tale strumento è costituito dal bilancio pluriennale 2021-2027 dell'Unione europea pari a 1.074 miliardi e da un Recovery Fund di 750 miliardi nello specifico, 390 miliardi del Fondo per la ripresa verranno trasferiti ai Paesi membri sotto forma di sussidi mentre i rimanenti 360 miliardi sotto forma di prestiti. Questo accordo risulta essere epocale in quanto è la prima volta che l'Europa prevede la condivisione del debito pubblico in altre parole, i 27 Paesi hanno dato mandato alla Commissione europea di indebitarsi a loro nome per un importo complessivo pari a 750 miliardi. Il Fondo sarà disponibile dal secondo trimestre del 2021 ma potrà essere speso per progetti già avviati da febbraio 2020, l'Unione europea ha previsto delle forme di controllo sull'utilizzo di questo Fondo ovvero l'ottenimento delle risorse da parte dei differenti Paesi è collegato all'elaborazione di un piano di riforme che deve essere approvato dalla Commissione e dal Consiglio europeo. I principali beneficiari del Recovery Fund risultano essere l'Italia, la Spagna e la Polonia in particolare al nostro Paese sono stati destinati 208 miliardi di cui 81 in forma di sussidi e 127 sotto forma di prestiti. La condivisione del debito permetterà alla Commissione di diventare il principale attore della politica finanziaria dell'Unione europea e tutto questo potrebbe comportare in futuro un processo di unificazione fiscale.

CAPITOLO 3 – GLI ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO PRIVATO²⁶

La crisi d'impresa e le ragioni del diritto fallimentare

Il diritto fallimentare è un diritto speciale che si compone di norme inderogabili, esso viene considerato tale in quanto ha regole ed autonomie diverse da quelle del diritto comune ovvero da quelle che normalmente dovrebbero trovare applicazione e le ragioni di una disciplina ad hoc sono molteplici. In primo luogo, ampio ed articolato risulta essere il ricorso al credito da parte dell'imprenditore e allo stesso tempo ancora più complessa risulta essere la regolazione dei rapporti che intercorrono tra i creditori e l'imprenditore rispetto ai rapporti obbligatori che intercorrono tra "normali privati". Per questo motivo, in caso di insolvenza dell'imprenditore²⁷, la disciplina fallimentare ha l'obiettivo di stabilire una procedura unitaria che permette un'attuazione coattiva e simultanea di tutti i debiti insoluti. Questa procedura unitaria è opportuna non soltanto perché più efficiente ed economica rispetto all'alternativa di una pluralità di azioni esecutive individuali sui singoli beni del debitore, ma anche perché risulta più equa rispetto a quest'ultima alternativa infatti, la procedura unitaria opera a favore di tutti e sotto il controllo dell'autorità giudiziaria che assicura un trattamento paritario dei creditori e non solo quindi di coloro che sono stati più vigili e rapidi nell'aggreire il patrimonio del debitore. La procedura esecutiva quindi è collettiva e universale ovvero opera a favore della collettività dei creditori, riguarda tutti i debiti dell'imprenditore e coinvolge il suo intero patrimonio determinando così un concorso sul patrimonio del fallito da parte di tutti i creditori e questo permette loro di essere soddisfatti in uguale proporzione secondo il principio della par condicio creditorum ma nel rispetto della speciale graduazione fallimentare fra le categorie dei crediti (articoli 111-111 quater Legge Fallimentare). In secondo luogo la ragione di una disciplina speciale può essere spiegata dal fatto che lo stato di insolvenza di un imprenditore può anche determinare un pericoloso allarme sociale capace di provocare una sorta di "effetto domino" tale da innescare ulteriori dissesti imprenditoriali che possono portare alla crisi di uno o più settori economici di un paese.

La così detta Legge Fallimentare (Decreto Regio 267/1942 ampiamente modificato nel corso degli anni in particolare nel 2006 con la "riforma organica" e nel 2017 con un'altra importante

²⁶ Questo capitolo è tratto dal libro Manuale di Diritto Commerciale a cura di M. Cian edizione 2018.

²⁷ Secondo l'articolo 5 Legge Fallimentare lo stato di insolvenza si manifesta con inadempimenti o altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni. In altre parole si può dire che lo stato di insolvenza corrisponde ad uno stato di illiquidità dove il debitore non è più in grado di ripagare i debiti alla scadenza e con i mezzi ordinari dell'impresa.

modifica) non prevede solamente l'istituto del fallimento ma bensì prevede altre due procedure concorsuali ovvero il concordato preventivo e la liquidazione coatta amministrativa riservata agli enti pubblici e alle imprese soggette al controllo pubblico. Ma il sistema di norme che disciplinano le procedure concorsuali non può considerarsi esaurito dalla Legge Fallimentare in quanto, ci sono diverse leggi speciali che lo integrano e lo completano prevedendo ulteriori procedure concorsuali quali l'amministrazione coatta amministrativa, la crisi da sovraindebitamento e le procedure concorsuali riservate alle banche. Queste pluralità di procedure, sebbene volte a realizzare un concorso dei creditori sul patrimonio dell'imprenditore in crisi, risultano essere alternative al fallimento e le motivazioni di una loro introduzione sono differenti. Innanzitutto le soluzioni privatistiche sono accordi tra le parti di natura consensuale e per questo motivo non si tratta di procedure esecutive condotte autoritativamente secondo un percorso liquidatorio predeterminato dalla legge. Le soluzioni negoziate della crisi d'impresa possono offrire vantaggi più significativi rispetto al fallimento infatti, un accordo può consentire al debitore di sfuggire dagli effetti più indesiderati del fallimento e ai creditori di ottenere un soddisfacimento maggiore rispetto allo stesso. Inoltre le soluzioni privatistiche consentono una riduzione dei costi rispetto a quelli previsti per il fallimento, permettono di salvaguardare la credibilità dell'impresa e del suo assetto imprenditoriale e di sottrarsi alla messa all'asta dei beni aziendali, evitando così un'ulteriore perdita di valore. Esse tuttavia prevedono anche degli svantaggi tra i quali la difficoltà di trovare un accordo con i creditori e il fatto che, per procedere privatamente, è necessario il consenso del creditore o della maggioranza dei creditori. Tra le soluzioni privatistiche rientrano il concordato preventivo, gli accordi di ristrutturazione, le soluzioni concordatarie praticabili all'interno delle procedure di liquidazione coatta amministrativa e di amministrazione straordinaria e il concordato fallimentare. Alla tradizionale vocazione liquidatoria e afflittiva del fallimento, si è affiancata una nuova sensibilità legislativa orientata ad occuparsi dell'insolvenza creatasi salvaguardando il complesso produttivo dell'impresa in crisi attraverso un suo risanamento o una sua cessione anziché una sua monetizzazione. La liquidazione, tipica del fallimento, prevede uno smembramento della società e una successiva cessione dei suoi singoli cespiti che determina una perdita di valore e una non monetizzazione dei valori immateriali aziendali. La cessione d'azienda invece, prevede la vendita dei beni aziendali nel suo complesso e permette la monetizzazione dei valori immateriali, ma essa è possibile solamente se l'azienda è in grado di produrre reddito. Infine il risanamento ha come obiettivo quello di riportare la società a una situazione di economicità anche attraverso la vendita di alcuni rami aziendali inoltre, la salvaguardia dei complessi produttivi permette di ottenere risultati ben più soddisfacenti rispetto alla mera liquidazione, questa maggiore utilità non riguarda solamente il debitore e i

creditori ma anche altre parti sociali come ad esempio i lavoratori. In quest'ottica di salvataggio dei complessi produttivi rientrano la procedura di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza e il concordato preventivo.²⁸ Le procedure di liquidazione coatta amministrativa e di amministrazione straordinaria inoltre, presentano un "comune denominatore" ovvero quello di essere gestite dall'autorità amministrativa infatti, le autorità di vigilanza o gli apparati ministeriali competenti hanno un ruolo di primo piano nella gestione delle crisi d'impresa mentre all'autorità giudiziaria spetta un ruolo di secondo piano ovvero quello di vigilare che le procedure vengano svolte in conformità della legge. In questi casi quindi la pubblica amministrazione si intromette, sostituendosi al ruolo dell'autorità giudiziaria sulla gestione della crisi d'impresa.

La normativa vigente in tema di concordato preventivo

Il concordato preventivo è un metodo di risoluzione della crisi d'impresa, esso è una procedura concorsuale giudiziale di natura più privatistica rispetto al fallimento e sottoposta a degli organi di procedura. Tramite il concordato preventivo un imprenditore in crisi ha la possibilità di formulare una proposta ai creditori per il soddisfacimento, sia pur parziale o differito, dei loro diritti senza perdere il potere di gestione dell'impresa e godendo di una moratoria sui debiti esistenti. L'obiettivo principale del concordato è quello di evitare la procedura fallimentare ovvero garantire la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei creditori inoltre, questa procedura permette la continuazione dell'impresa evitandone una disgregazione e assicurando un soddisfacimento dei creditori più elevato rispetto alla mera liquidazione dei beni aziendali. Prima del Decreto Legislativo 35/2005 il concordato preventivo era un beneficio, ossia un mezzo per evitare il fallimento, che l'ordinamento riservava all'imprenditore meritevole ovvero all'imprenditore onesto ma sfortunato.²⁹ Con la riforma urgente del 2005 i requisiti normativi di meritevolezza, ovvero il così detto presupposto soggettivo, che riguardavano l'osservanza di importanti obblighi legali circa il corretto esercizio d'impresa, furono soppressi per facilitare l'accesso alla procedura da parte di più soggetti facendo così spostare il baricentro dell'istituto sulla conservazione dei valori ancora presenti in azienda. Sempre per facilitare l'accesso al concordato fu liberalizzato il contenuto della proposta ai creditori, ovvero il così detto

²⁸ È bene sottolineare che in primo luogo e almeno nel principio, la procedura di amministrazione straordinaria è orientata alla soddisfazione dei creditori e che il concordato preventivo può anche prevedere un piano liquidatorio ovvero la cessione dei beni ai creditori oppure la liquidazione di essi da parte del debitore. In passato il concordato liquidatorio era molto frequente ora meno in seguito alle modifiche apportate nel 2015.

²⁹ Come si diceva sulla scia delle leggi belghe del 1883 – 1887, legge del 29 giugno 1887 art. 2 comma 4 "Sur le concordat préventif de la faillite", che recuperava un'espressione di legge precedente: "l'homologation ne sera accordée qu'en faveur du débiteur malheureux et de bonne foi".

presupposto oggettivo, che era vincolato a rigidi schemi quali il concordato preventivo con garanzia oppure il concordato preventivo con cessione dei beni.³⁰ È bene ricordare comunque, che la proposta ai creditori deve in ogni caso conformarsi alla causa concreta del concordato ossia “al superamento della situazione di crisi dell’imprenditore (...) e all’assicurazione di un soddisfacimento, sia pur ipoteticamente modesto e parziale, dei creditori” come stabilito dalla sentenza del 23 gennaio 2013 n°1521 delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione. Un ulteriore elemento della riforma del 2005 fu la così detta privatizzazione della procedura, con la soppressione del ruolo direttivo assegnato al giudice dalla Legge Fallimentare del 1942 che culminava nel giudizio di convenienza del concordato preventivo rispetto al fallimento.³¹ Questo giudizio veniva effettuato in sede di omologazione dell’accordo raggiunto tra il debitore e la maggioranza qualificata dei creditori e il giudice poteva negare l’omologa e dichiarare d’ufficio il fallimento anche in caso di consenso unanime dei creditori. Questa impronta di privatizzazione della riforma del 2005, basata sull’esclusivo accordo tra debitore e creditori, è rimasta il punto caratterizzante della procedura ma, nel corso del tempo, ha subito una serie di aggiustamenti sia giurisprudenziali che legislativi volti ad impedire i più gravi casi di abuso in danno dei creditori meno influenti, i così detti creditori deboli, ma allo stesso tempo sono state introdotte varie misure dirette a favorire il successo della procedura concorsuale come, ad esempio, le prededuzioni.

Dopo la riforma del 2005, il presupposto soggettivo per accedere al concordato preventivo è stato ridotto alla qualità di imprenditore fallibile. Secondo l’articolo 1 della Legge Fallimentare, possono fallire gli imprenditori che esercitano un’attività commerciale con esclusione dello Stato e degli enti pubblici inoltre, sono escluse dal fallimento le imprese agricole e le imprese minori ovvero quelle che dimostrano il possesso congiunto dei seguenti requisiti: presentare un attivo patrimoniale di un ammontare complessivo annuo non superiore a trecentomila euro nei tre esercizi antecedenti la data di deposito dell’istanza o dall’inizio dell’attività se di durata inferiore, aver realizzato ricavi per un ammontare complessivo annuo non superiori a duecentomila euro nei tre esercizi antecedenti la data di deposito dell’istanza o dall’inizio dell’attività se di durata inferiore e presentare un ammontare di debiti, anche non scaduti, non superiore a cinquecentomila euro al momento del fallimento. Per quanto riguarda il presupposto oggettivo, dopo la riforma del 2005, esso risulta essere lo stato di crisi come indicato all’articolo

³⁰ Quello che veniva usato più frequentemente era il concordato preventivo con cessione perché, anche grazie all’uso alternativo delle procedure concorsuali, la norma che ne disciplinava la risoluzione (abr. 186 Legge Fallimentare) era interpretata con un decisivo favor per la salvezza della procedura.

³¹ Perseguito poi con il Decreto Legislativo 5/2006 anche nella riformulazione della disciplina sul concordato fallimentare.

160 comma 1 della Legge Fallimentare; sul suo significato però, la legge non si spende se non per dire all'articolo 160 comma 3 che "per stato di crisi si intende anche lo stato di insolvenza" quindi esso può essere una situazione patrimoniale meno grave rispetto allo stato di insolvenza.³² Per dare un significato alla disposizione, la giurisprudenza e la dottrina ricorrono a differenti indici normativi tra i quali l'abrogato articolo 187 della Legge Fallimentare che richiedeva per l'ammissione alla vecchia amministrazione controllata la "temporanea difficoltà di adempiere le proprie obbligazioni" intesa come insolvenza non irreversibile ma reversibile mediante risanamento dell'impresa nel periodo massimo di durata della procedura (1 anno fino alla novella del luglio 1978, successivamente 2 anni). L'articolo 2467 del Codice Civile relativo al finanziamento dei soci di s.r.l., che dispone la postergazione del credito di restituzione del socio al pagamento degli altri debiti sociali oppure la revoca del rimborso se effettuato nell'anno anteriore al fallimento della società qualora il finanziamento sia avvenuto "in un momento in cui (...) risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento". Infine gli articoli 2446 e 2482-bis del Codice Civile che impongono la riduzione del capitale sociale di s.p.a. e s.r.l. quando le perdite raggiungono un valore pari a tutte le riserve più un importo maggiore di un terzo del capitale nominale. Dall'insieme di tali suggestioni normative si ricava che lo stato di crisi deve essere inteso come un "concreto rischio, o addirittura la certezza, che un'insolvenza, ancorché non in essere, si verificherà; che essa insomma, sia imminente"³³ oppure come indica l'articolo 2 lettera c) della legge 19 ottobre 2017 n°155, recante "Delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi d'impresa e dell'insolvenza" come la "probabilità di una futura insolvenza, anche tenendo conto delle elaborazioni della scienza aziendalistica".

Il debitore fallibile risulta essere l'unico soggetto legittimato a proporre il concordato preventivo, la proposta del debitore risulta processualmente rappresentata dalla domanda di ammissione alla procedura, di regola integrata da una proposta e un piano, che assume la forma del ricorso presentato al tribunale competente a dichiarare il fallimento e successivamente pubblicata nel registro delle imprese entro il giorno successivo al deposito in cancelleria secondo quanto stabilito dall'articolo 161 comma 1 e comma 5 della Legge Fallimentare. Da

³² La disposizione che era assente nel Decreto Legislativo 35/2005 fu introdotta nel successivo dicembre per bloccare la prassi di alcuni tribunali come quello di Treviso, i quali intendevano l'innovazione normativa non soltanto come facoltà per il debitore di accedere a una soluzione non traumatica della crisi d'impresa senza attendere che precipitasse in insolvenza ma anche come invito all'imprenditore intenzionato a non fallire affinché si attivasse per tempo, perché altrimenti la degenerazione della crisi in insolvenza avrebbe mutato senza rimedio il presupposto della procedura rendendo impossibile il concordato e ineluttabile il fallimento.

³³ Citazione di M. Sciuto in "Diritto della crisi d'impresa" Manuale di Diritto Commerciale a cura di M. Cian edizione 2018

questa data iniziano a decorrere gli effetti del concordato preventivo in quanto procedura concorsuale ovvero:

- L'articolo 168 comma 1 della Legge Fallimentare stabilisce che “dalla data della pubblicazione del ricorso nel registro delle imprese e fino al momento in cui il decreto di omologazione del concordato preventivo diventa definitivo, i creditori per titolo o causa anteriore non possono, sotto pena di nullità, iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul patrimonio del debitore”.
- L'articolo 168 comma 2 della Legge Fallimentare stabilisce che “le prescrizioni che sarebbero state interrotte dagli atti predetti rimangono sospese e le decadenze non si verificano”.
- L'articolo 168 comma 3, I per. della Legge Fallimentare stabilisce che “i creditori non possono acquistare diritti di prelazione con efficacia rispetto ai creditori concorrenti, salvo che vi sia autorizzazione del giudice”, questo comporta che non sono ammessi pagamenti spontanei di crediti concorsuali.
- L'articolo 168 comma 3, II per. della Legge Fallimentare stabilisce che “le ipoteche giudiziali iscritte nei novanta giorni che precedono la data di pubblicazione del ricorso nel registro delle imprese sono inefficaci rispetto ai creditori anteriori al concordato”.
- L'articolo 169 della Legge Fallimentare prevede l'applicazione di alcune norme del fallimento fra cui l'opponibilità degli atti secondo l'articolo 45 e la cristallizzazione secondo gli articoli 55-63 della Legge Fallimentare.
- L'articolo 182 sexies della Legge Fallimentare stabilisce che sono sospesi gli obblighi di ricapitalizzazione per le società previsti agli articoli 2446 ecc. del Codice Civile

Inoltre nel concordato preventivo non vi è lo spossessamento previsto invece per la procedura fallimentare infatti come stabilito all'articolo 167 comma 1 della Legge Fallimentare “durante la procedura di concordato il debitore conserva l'amministrazione dei suoi beni e l'esercizio dell'impresa, sotto la vigilanza del commissario giudiziale”. Il commissario giudiziale risulta essere una figura molto importante all'interno del concordato preventivo in quanto sorveglia l'attività del debitore, vigilando sulla permanenza dei presupposti di ammissibilità e informando i creditori di ogni circostanza utile alla formazione del loro consenso in sede di voto in particolare:

- Verifica l'elenco dei creditori e dei debitori con la scorta delle scritture contabili, apportando le necessarie rettifiche come stabilito all'articolo 171 della Legge Fallimentare.

- Redige l'inventario del patrimonio del debitore e una relazione particolareggiata sulle cause del dissesto, sulla condotta del debitore, sulle proposte di concordato e sulle garanzie offerte ai creditori come stabilito all'articolo 172 della Legge Fallimentare.
- Redige relazioni integrative sulle eventuali proposte concorrenti e sulle informazioni d'interesse dei creditori.
- Rilascia un parere quando richiesto dal tribunale o dal giudice delegato.
- Interloquisce con il debitore riguardo alla proposta e al piano depositati, anche in vista di modificazioni degli stessi nel migliore interesse dei creditori.
- Riferisce immediatamente al tribunale se accerta che il debitore ha occultato o dissimulato parte dell'attivo, se ha dolosamente omesso di denunciare uno o più crediti, esposto passività insussistenti o commesso altre frodi. In questi casi il tribunale apre d'ufficio il procedimento per la revoca dell'ammissione al concordato e su istanza del pubblico ministero o dei creditori una volta accertata l'insolvenza, dichiara il fallimento come stabilito all'articolo 173 della Legge Fallimentare.
- Illustra la propria relazione, la proposta definitiva del debitore e le eventuali proposte concorrenti nell'adunanza dei creditori convocata per verificare la legittimazione al voto e votare come stabilito all'articolo 175 della Legge Fallimentare.
- Una volta approvato il concordato, se rileva che sono mutate le condizioni di fattibilità del piano avvisa i creditori i quali, possono costituirsi nel giudizio di omologazione per modificare il voto come stabilito all'articolo 179 della Legge Fallimentare.
- Sorveglia l'adempimento del concordato preventivo e riferisce al giudice delegato ogni fatto dal quale possa derivare pregiudizio ai creditori e il tribunale gli può attribuire i poteri necessari a provvedere in luogo del debitore riluttante al compimento degli atti a questo richiesti come stabilito all'articolo 185 della Legge Fallimentare.

Ritornando al ricorso del debitore, la domanda di concordato preventivo va di regola presentata assieme a vari documenti tra i più importanti ricordo la proposta, il piano di risanamento e l'attestazione di un professionista circa il piano presentato. La proposta deve prevedere la soddisfazione integrale dei crediti prededucibili (ad esempio le spese di procedura) e dei crediti assistiti da causa di prelazione³⁴ e di una percentuale non irrisoria di tutti i creditori concorsuali (salvo postergazioni), così da realizzare su questo versante la causa concreta del concordato preventivo come stabilisce la sentenza del 23 gennaio 2013 n°1521 delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione. La proposta è indirizzata innanzitutto ai creditori chirografari ma, dopo la

³⁴ Salvo capienza parziale della garanzia come da relazione giurata di stima secondo articolo 160 comma 2 Legge Fallimentare

riforma 2005-2006, la falciatura può coinvolgere anche i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca. La proposta inoltre può prevedere la suddivisione dei creditori in classi, secondo posizione giuridica e interessi omogenei e può anche prevedere trattamenti differenziati fra creditori appartenenti a classi diverse, indicando le motivazioni di tali trattamenti differenziati, questo purché la diversità di trattamento non alteri l'ordine delle cause di prelazione. Il piano di risanamento deve esporre il programma delle operazioni da compiere per adempiere alla proposta ed esistono differenti modalità di soddisfacimento dei creditori chirografari ed eventualmente anche dei privilegiati. Il piano infatti può prevedere una ristrutturazione dei debiti con riscadenzamenti, postergazioni o modifica degli interessi degli stessi, una cessione di beni, un accollo dei debiti da parte di un terzo anche tramite la concessione di garanzie reali o personali dello stesso. Il piano inoltre può anche prevedere operazioni straordinarie come la conversione di debiti in capitale o l'attribuzione di azioni, obbligazioni, quote, strumenti finanziari in società conferitarie dell'attivo. Il piano presentato nel suo complesso, deve inquadarsi in due distinte e alternative tipologie di concordato preventivo ovvero quello liquidatorio e quello con continuità aziendale. Il concordato preventivo liquidatorio si attua con la cessione dei beni ai creditori oppure con la liquidazione degli stessi da parte del debitore, questo concordato era molto frequente in passato ma dal 2015 lo è meno in quanto la legge, in particolare l'articolo 160 comma 4 della Legge Fallimentare, esige che la proposta assicuri il pagamento di almeno il 20% dei creditori chirografari. Il concordato preventivo con continuità aziendale è tipizzato all'articolo 186-bis della Legge Fallimentare, il piano può prevedere la prosecuzione dell'attività d'impresa da parte del debitore (risanamento diretto), la cessione dell'azienda in esercizio oppure il conferimento dell'azienda in una società, anche di nuova costituzione (risanamento indiretto), potendo tuttavia anche prevedere la liquidazione di beni non funzionali all'esercizio dell'impresa. Le figure della continuità aziendale non sono tassative in quanto, ad esempio, si ammettono altre operazioni societarie come la fusione o la scissione e varie sedi giudiziarie ammettono poi la continuità aziendale anche nei casi in cui l'azienda sia oggetto di contratto di affitto, anche se stipulato anteriormente alla domanda di concordato.³⁵ Il concordato con continuità aziendale è disciplinato con regole aggiuntive e in parte disallineate da quelle delle altre tipologie di concordato come:

- La non previsione di una soglia minima di soddisfacimento dei creditori.
- L'inammissibilità di proposte concorrenti se il debitore promette di pagare almeno il 30% dei crediti chirografari.

³⁵ I problemi di raccordo fra i procedimenti sono stati risolti nella legge-delega n°155/2017 con il sacrificio delle tutele societarie, inibendo sia l'autonoma opposizione dei creditori sia il recesso dei soci articolo 6 comma 2, lett. c), nn.1 e 3.

- La possibilità nel piano di una moratoria fino ad un anno dall'omologazione per il pagamento dei creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, salvo che sia prevista la liquidazione dei beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione.
- L'obbligo all'interno del piano di un'analitica indicazione dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione dell'attività d'impresa, delle risorse finanziarie necessarie e delle relative modalità di copertura.
- L'attestazione all'interno della relazione del professionista che la prosecuzione dell'attività d'impresa sia funzionale a un miglior soddisfacimento dei creditori.
- La continuazione dei contratti in corso con la pubblica amministrazione a patto che il professionista attesti la conformità al piano e la ragionevole capacità di adempimento da parte del debitore. Inoltre l'ammissione al concordato preventivo non impedisce la partecipazione alle gare per pubblici appalti a patto che, oltre alla relazione da parte del professionista, ci sia la dichiarazione di un altro operatore con i requisiti per l'affidamento dell'appalto, il quale si impegni a mettere a disposizione per la durata del contratto le risorse necessarie all'esecuzione e a subentrare in caso di fallimento.
- La possibilità da parte del debitore, di essere autorizzato al pagamento di crediti concorsuali anteriori per forniture di beni e servizi essenziali alla prosecuzione dell'impresa e funzionali ad un miglior soddisfacimento dei creditori.

La domanda e il piano sopra descritti devono essere poi accompagnati da una relazione di un professionista che attesti la veridicità dei dati aziendali esibiti e la fattibilità del piano presentato. La relazione è un'attestazione di grande rilevanza in quanto funge da garanzia per i creditori e risulta essere un elemento di regolarità e di validità della domanda di concordato inoltre, i creditori fanno affidamento sulla credibilità dei dati contenuti nel piano e risulta essere un documento a supporto delle valutazioni effettuate dal tribunale, chiamato a valutare sull'ammissibilità alla procedura di concordato. Il professionista che può essere un avvocato, un dottore commercialista o uno studio professionale, viene designato dal debitore e deve essere indipendente infatti, nella valutazione dell'impresa deve garantire autonomia di giudizio e imparzialità. Inoltre il concordato preventivo può essere annullato, dopo la sua omologazione, qualora i dati presentati dal professionista siano risultati non veritieri oppure siano state omesse informazioni rilevanti. La legge però non specifica il grado e il contenuto delle responsabilità del professionista, secondo la tesi prevalente il professionista risponde anche delle responsabilità extracontrattuali ai sensi dell'articolo 2043 del Codice Civile verso i singoli creditori qualora l'attestazione rilasciata dovesse risultare non veritiera per imperizia o negligenza. La colpa non è ravvisabile qualora l'esperto sia stato ingannato dal comportamento

omissivo del debitore ovvero qualora egli abbia occultato delle passività o esposto attività inesistenti in ogni caso, l'articolo 2236 del Codice Civile prevede una mitigazione della responsabilità dei professionisti quando essi, nell'esercizio della loro professione, si sono trovati a risolvere problemi tecnici di particolare complessità.

Con il Decreto Legislativo 83/2012 è stata introdotta la possibilità di presentare un concordato preventivo con riserva (o anche chiamato concordato in bianco) infatti, come stabilito all'articolo 161 comma 6 della Legge Fallimentare, viene permesso al debitore di presentare esclusivamente la domanda di ammissione alla procedura e di presentare la proposta, il piano e la documentazione entro un termine fissato dal giudice che può variare dai 60 ai 120 giorni e che può essere eventualmente prorogato per altri 60 giorni. La domanda di concordato con riserva deve essere comunque correlata di una documentazione minima come i bilanci relativi agli ultimi tre esercizi e l'elenco nominativo dei creditori con l'indicazione dei rispettivi crediti. Non è tuttavia possibile ricorrere al concordato con riserva a soli fini dilatori in quanto, in questo caso, si verificherebbe un forte rischio di abuso dello strumento. Per ovviare a ciò, la legge ha previsto che il tribunale possa nominare un commissario giudiziale affinché accerti l'eventuale sussistenza di atti fraudolenti da parte del debitore, disporre obblighi informativi periodici e l'obbligo di depositare ogni mese una situazione finanziaria da pubblicare nel registro delle imprese, abbreviare il termine assegnato e concedere l'autorizzazione al debitore di compiere atti di straordinaria amministrazione. Entro il termine assegnato, il debitore deve integrare il ricorso con la proposta, il piano e la documentazione richiesta all'articolo 161 della Legge Fallimentare in alternativa, il debitore può depositare un ricorso per l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti. Se ciò non viene fatto, le conseguenze sono la mancata ammissione al concordato con l'eventuale e successivo fallimento.

Le fasi del concordato preventivo

La fase che intercorre tra la presentazione della domanda e l'ammissione al concordato preventivo prende il nome di periodo interinale. Come detto in precedenza, se il debitore deposita una domanda di concordato con riserva il così detto periodo interinale può avere una durata massima di centottanta giorni se però, pende un'istanza di fallimento il termine previsto è di sessanta giorni prorogabili di ulteriori sessanta giorni come stabilito dall'articolo 161 comma 10 della Legge Fallimentare. Alla scadenza del termine concesso, il debitore può presentare i documenti richiesti per la procedura oppure depositare una domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ex articolo 182-bis della Legge Fallimentare, mantenendo gli effetti protettivi del ricorso per concordato preventivo fino alla omologazione della domanda stessa come stabilito all'articolo 161 comma 6 della Legge

Fallimentare. Il tribunale può nominare un commissario giudiziale il quale ha il compito di vigilare che il debitore non attui una delle condotte indicate all'articolo 173 della Legge Fallimentare e di rilasciare un parere circa il compimento di atti di straordinaria amministrazione da parte del debitore. Inoltre il tribunale impone al debitore obblighi informativi periodici come il deposito ogni mese della situazione finanziaria dell'impresa che viene pubblicata nel registro delle imprese, in caso di inadempimento il tribunale dichiara l'inammissibilità della domanda come stabilito all'articolo 162 della Legge Fallimentare e può abbreviare il periodo interinale qualora l'attività compiuta dal debitore risulti non idonea alla predisposizione della proposta e del piano di concordato. Il debitore può compiere atti di straordinaria amministrazione solamente se urgenti e autorizzati dal tribunale mentre è libero di compiere atti di ordinaria amministrazione in particolare, l'articolo 161 comma 7 della Legge Fallimentare stabilisce "i crediti di terzi (...) sorti per effetto degli atti legalmente compiuti dal debitore sono prededucibili" nell'eventuale e successivo fallimento oppure nel successivo concordato preventivo qualora avesse presentato domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti. La prima necessità durante un procedimento di concordato preventivo è il finanziamento dell'impresa in esercizio non possibile con i soli suoi mezzi a causa del suo stato di crisi per questo, il debitore dispone di differenti possibilità alcune di queste già disponibili durante il periodo interinale. Come stabilisce infatti l'articolo 182 quinquies commi 1 e 4 della Legge Fallimentare il tribunale, su richiesta del debitore, può concedere l'autorizzazione a contrarre dei finanziamenti prededucibili (ex articolo 111 della Legge Fallimentare), se un professionista designato dal debitore stesso e in possesso dei requisiti all'articolo 67 della Legge Fallimentare, una volta verificato il complessivo fabbisogno finanziario necessario all'impresa fino all'omologazione, attesta che tali finanziamenti sono funzionali a una migliore soddisfazione dei creditori sociali. Inoltre l'articolo 182 quinquies comma 3 della Legge Fallimentare prevede la possibilità per il debitore di richiedere, in via d'urgenza, l'autorizzazione a contrarre finanziamenti prededucibili, funzionali a urgenti necessità relative all'esercizio dell'attività aziendale fino alla scadenza del termine fissato per l'ammissione, il ricorso deve specificare la destinazione dei finanziamenti e che, in assenza di questi, si arrecherebbe un pregiudizio imminente e irreparabile all'azienda. Di particolare importanza il comma 5 del medesimo articolo che stabilisce la possibilità per il debitore, che ha presentato una domanda di concordato preventivo con continuità aziendale, di richiedere l'autorizzazione al tribunale a pagare crediti anteriori per la prestazione di beni o servizi se il professionista attesta che queste prestazioni sono essenziali per la prosecuzione dell'attività

d'impresa e funzionali ad assicurare una migliore soddisfazione dei creditori sociali.³⁶ Infine il debitore può chiedere l'autorizzazione al tribunale a sciogliersi dai contratti ineseguiti o non compiutamente eseguiti oppure a sospenderli per un periodo compreso tra i sessanta e i centoventi giorni, riconoscendo all'altro contraente un equo indennizzo che viene però trattato come credito concorsuale, salvo le spettanze dovute per eventuali prestazioni eseguite dopo la pubblicazione della domanda di concordato le quali vanno in prededuzione come stabilito all'articolo 169-bis della Legge Fallimentare.³⁷

Una volta presentata tutta la documentazione il tribunale procede alla sua esaminazione ed eventualmente può concedere al debitore un periodo di massimo quindici giorni per apportare integrazioni al piano e per la produzione di nuovi documenti come stabilito all'articolo 162 comma 1 della Legge Fallimentare.³⁸ Il tribunale qualora verifichi che non sussistano i presupposti di cui agli articoli 160 commi 1 e 2 e 161 della Legge Fallimentare, una volta sentito il debitore in camera di consiglio, dichiara inammissibile la proposta di concordato con decreto non soggetto a reclamo. In questo caso, accertati i presupposti di cui agli articoli 1 e 5 della Legge Fallimentare, il tribunale su istanza dei creditori o su richiesta del pubblico ministero dichiara il fallimento, come previsto all'articolo 162 comma 2 della Legge Fallimentare. Se invece il risultato della verifica del tribunale risulta essere positivo, lo stesso dichiara aperta la procedura attraverso decreto, nel quale vengono nominati giudice delegato e commissario giudiziale, convoca i creditori per una data non superiore ai centoventi giorni e fissa una somma tra il 20% e il 50% delle spese stimate, necessarie alla procedura, da versare entro quindici giorni pena la revoca dell'ammissione al concordato come indicato all'articolo 163 commi 1 e 2 della Legge Fallimentare. Fino a trenta giorni prima dell'adunanza dei creditori, uno o più creditori che rappresentano almeno il 10% dei crediti risultanti dalla situazione patrimoniale depositata dal debitore, possono presentare una proposta di concordato preventivo concorrente con elementi nuovi nel relativo piano rispetto a quello presentato dal debitore come stabilito all'articolo 163 comma 4 della Legge Fallimentare. La proposta concorrente può prevedere l'intervento di terzi e se il debitore risulta essere una s.p.a. o una s.r.l può anche prevedere un

³⁶ L'attestazione non è necessaria nel caso in cui i pagamenti vengano effettuati con nuove risorse finanziarie apportate dal debitore senza l'obbligo di restituzione o con obbligo di restituzione postergato alla soddisfazione dei creditori.

³⁷ Quando la richiesta viene presentata nella fase interinale, il debitore deve giustificarla con un'adeguata anticipazione degli elementi che verranno presentati nel successivo piano in particolare, deve essere dimostrata la non funzionalità di questi rapporti rispetto alle misure che si adotteranno per la soddisfazione dei creditori concordatari.

³⁸ Il controllo del tribunale è un controllo di legalità sostanziale e non di merito come ad esempio sulla fattibilità giuridica e corretta formazione delle classi oppure sulla correttezza e diligenza utilizzata nella rilevazione dei dati aziendali.

aumento di capitale nella società con una esclusione o limitazione del diritto di opzione tuttavia, le proposte concorrenti non sono ammissibili qualora nella sua relazione il professionista attesti che la proposta di concordato del debitore assicuri il pagamento di almeno il 40% dei creditori chirografari nel caso di concordato preventivo liquidatorio o il 30% degli stessi nel caso di concordato preventivo con continuità aziendale, come stabilito all'articolo 163 comma 5 della Legge Fallimentare. Una volta ammesso alla procedura concorsuale, il debitore continua nell'amministrazione del patrimonio e nell'esercizio dell'impresa sotto la vigilanza del commissario giudiziale, ferme le sanzioni di cui all'articolo 173 della Legge Fallimentare contemporaneamente, il procedimento prosegue con l'adunanza dei creditori presieduta dal giudice delegato con l'assistenza del commissario giudiziale. Nell'adunanza dei creditori (articolo 175 e seguenti della Legge Fallimentare), che ha come scopo l'ammissione dei creditori al voto, il giudice delegato illustra la relazione e la proposta del debitore, oltre alle eventuali proposte concorrenti pervenute. Ciascun creditore può esporre le ragioni per le quali non ritiene ammissibili o convenienti le varie proposte di concordato e sollevare contestazioni sui crediti concorrenti inoltre, il debitore ha l'obbligo di fornire gli opportuni chiarimenti al giudice delegato e ha la facoltà di rispondere e di contestare i differenti crediti. Infine il giudice delegato stabilisce quali crediti ammettere ai soli fini del voto e del calcolo delle maggioranze senza che questo pregiudichi le pronunzie definitive sulla sussistenza dei crediti stessi.³⁹ Nell'adunanza dei creditori votano i creditori chirografari e per la frazione di credito non coperta dalla garanzia, i creditori privilegiati che hanno rinunciato in tutto o in parte alla prelazione e i creditori privilegiati per i quali viene proposta una soddisfazione parziale nei limiti di capienza della garanzia. Il concordato preventivo viene approvato nel caso in cui venga votato favorevolmente da un ammontare di creditori che rappresenta la maggioranza dei crediti ammessi al voto in particolare, se ci sono più classi di creditori, il concordato viene approvato se la maggioranza viene raggiunta nel maggior numero di classi; i creditori che non hanno esercitato il voto possono farlo prevenire entro i venti giorni successivi alla data di chiusura del verbale dell'adunanza. Nel caso in cui non venga raggiunta la maggioranza il giudice delegato informa il tribunale che procede, a norma dell'articolo 162 comma 2 della Legge Fallimentare, all'inammissibilità della proposta e su istanza dei creditori o su richiesta del pubblico ministero dichiara il fallimento. Qualora il commissario giudiziale rilevi, dopo l'approvazione del concordato preventivo, che sono mutate le condizioni di fattibilità del piano, ne dà informazione

³⁹ Infatti i creditori esclusi possono opporsi all'esclusione in sede di omologazione del concordato preventivo, nel caso in cui una loro ammissione avrebbe influenzato la formazione della maggioranza.

ai creditori i quali possono costituirsi nel giudizio di omologazione per modificare il loro voto come stabilito all'articolo 179 comma 2 della Legge Fallimentare.

Come stabilito all'articolo 180 della Legge Fallimentare, nel caso in cui non si siano verificate opposizioni il tribunale, una volta verificata la regolarità della procedura e l'esito della votazione, omologa il concordato preventivo con decreto motivato non soggetto a gravame mentre, in caso contrario, effettua un controllo di legalità sostanziale assumendo i mezzi istruttori richiesti dalle parti o disposti d'ufficio. Nel caso in cui l'opposizione sulla convenienza della proposta provenga da un creditore appartenente a una classe dissenziente minoritaria oppure provenga da un numero di creditori che rappresentano il 20% dei crediti ammessi al voto, il tribunale può comunque omologare il concordato con decreto soggetto a gravame qualora ritenga che il credito possa risultare soddisfatto dal concordato in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili (in altre parole al fallimento).⁴⁰ In questi casi il tribunale chiude la procedura di concordato preventivo attraverso l'emanazione del decreto di omologazione oppure, nel caso di accoglimento dell'opposizione, il tribunale su istanza del pubblico ministero o dei creditori dichiara il fallimento. Il debitore ha l'obbligo di adempiere alla proposta approvata e omologata secondo quanto previsto dal piano e in particolare, gli atti, i pagamenti e le garanzie da lui realizzate per l'attuazione del concordato sono irrevocabili come stabilito all'articolo 67 comma 3 lett. e) della Legge Fallimentare. Durante questa fase il commissario giudiziale rimane in carica e sorveglia l'esecuzione del concordato preventivo, nel caso in cui rilevi che il debitore stia ritardando o non stia compiendo gli atti necessari alla sua esecuzione, egli ne deve dare comunicazione al tribunale che può attribuire al commissario giudiziale i poteri necessari a provvedere in luogo del debitore. Trattandosi di società il tribunale può revocare gli amministratori e nominarne uno giudiziario stabilendo la durata del suo incarico e attribuendogli ogni potere necessario in particolare, se la proposta di concordato prevede un aumento di capitale sociale del debitore, il potere di convocazione e di voto nell'assemblea straordinaria dei soci. Se il debitore rispetta integralmente il piano concordatario, eseguendolo in modo puntuale ed esaustivo, non si verificano ulteriori effetti giuridici mentre in caso contrario, il concordato preventivo può essere risolto per inadempimento oppure annullato come stabilito all'articolo 186 della Legge Fallimentare. Infatti se gli impegni assunti dal debitore non vengono rispettati, i creditori possono richiedere la risoluzione del concordato per inadempimento a patto che non sia di scarsa importanza inoltre, come stabilito dalla sentenza della Corte di Cassazione del 13 luglio 2018 n°18738, non è

⁴⁰ Ovvero in questa fase può avvenire il così detto "cram down", questa espressione fa riferimento alla circostanza nella quale i creditori si vedono costretti ad accettare la decisione del giudice delegato anche se in disaccordo.

richiesto che l'inadempimento sia imputabile al debitore stesso.⁴¹ La risoluzione però non può essere richiesta nel caso in cui gli obblighi derivanti dal concordato preventivo siano stati assunti da un terzo con la liberazione immediata del debitore, l'inadempimento degli obblighi di concordato preventivo deve essere fatto valere nei confronti del solo assuntore con la possibilità di chiedere il suo fallimento se ricorrono autonomamente i presupposti. Il ricorso per la risoluzione deve essere presentato entro un anno dalla scadenza del termine fissato per l'ultimo adempimento previsto dal concordato e con la risoluzione del concordato preventivo vengono meno retroattivamente i suoi effetti ma restano salvi gli atti posti in essere per la sua esecuzione che inoltre sono irrevocabili nell'eventuale e successivo fallimento come stabilito all'articolo 67 comma 3 lett. e) della Legge Fallimentare. L'annullamento del concordato preventivo non ha lo scopo di sanzionare l'inadempimento del piano o la sua non fattibilità ma bensì quello di sanzionare la sua intrinseca inaffidabilità dovuta dalla scoperta di un comportamento fraudolento da parte del debitore tramite la dolosa esagerazione del passivo oppure tramite un occultamento di una parte rilevante dell'attivo. Il ricorso per l'annullamento deve avvenire entro sei mesi dalla scoperta del dolo e non oltre i due anni dalla scadenza del termine fissato per l'ultimo adempimento previsto dal concordato, l'annullamento ha efficacia retroattiva e successivamente è possibile procedere all'apertura del procedimento fallimentare.

*Il piano di risanamento nel concordato preventivo*⁴²

Il piano di risanamento è un documento in cui gli amministratori di una società, con l'aiuto di consulenti aziendali specializzati, presentano le azioni strategiche e operative che la società intende realizzare per uscire dallo stato di crisi e ritornare a uno stato di equilibrio economico-finanziario. Il piano ha lo scopo di raggiungere il consenso dei principali stakeholders aziendali, in primis dei finanziatori, per ottenere le risorse finanziarie necessarie per la continuazione dell'esercizio d'impresa inoltre, risulta essere una guida per la gestione dell'attività aziendale che permette di analizzare per ogni esercizio gli obiettivi strategici e operativi raggiunti dalla società rispetto a quanto era stato preventivato nel documento. Il piano deve essere attendibile ovvero gli obiettivi presentati al suo interno devono essere ragionevoli e calibrati sulla base di quanto raggiunto nei precedenti piani industriali e prima della scadenza del piano il flusso di cassa operativo atteso, al netto degli investimenti di sostituzione/mantenimento, deve essere

⁴¹ Circa la non scarsa importanza dell'inadempimento, la sentenza del Tribunale di Milano del 21 gennaio 2010 stabilisce che in caso di concordato preventivo con liquidazione dei beni lo scostamento deve essere superiore ad un quarto rispetto a quanto indicato nella proposta di soddisfazione monetaria. Nel caso di concordato liquidatorio con cessione dei beni a creditori il Tribunale non quantifica lo scostamento necessario ma in generale, la possibilità di risoluzione per inadempimento risulta essere più bassa in quanto i creditori, aderendo a questa proposta, accettano di correre il rischio di alee negative.

⁴² Tratto da Principi per la relazione dei piani di risanamento pubblicato nel 2017 dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili.

positivo e garantire il ritorno alle normali condizioni di funzionamento e sostenibilità finanziaria della società. Il piano si sostanzia di due parti ovvero una descrittiva/qualitativa e una formalizzata, quest'ultima viene chiamata "modello economico finanziario". Il modello economico permette l'individuazione delle principali leve direzionali che concorrono alla formazione del profilo reddituale, finanziario e patrimoniale dell'impresa in altre parole il focus del modello economico è la gestione caratteristica dell'azienda. Nel presentare questo modello la società è in grado di effettuare una migliore analisi della sua redditività e dinamica finanziaria inoltre, permette l'individuazione delle leve gestionali che più incidono sulla redditività e crescita aziendale (i così detti Key Value Driver) e degli indicatori che permettono di tradurre in termini operativi le intenzioni strategiche e di misurare e monitorare l'avanzamento del piano (i così detti Key Performance Indicator). Nella parte qualitativa invece avviene una descrizione della società andando ad analizzare le sue principali caratteristiche in termini di mission, vision e values inoltre, vengono indicate le principali strategie adottate dal management fino a quel momento evidenziando come queste hanno portato allo stato di crisi. Fondamentale risulta essere la rappresentazione della serie storica dei dati economico-finanziari della società che permette di spiegare il suo andamento nel corso del tempo anche alla luce delle strategie da essa adottate generalmente, vengono analizzati gli ultimi tre esercizi ma l'ampiezza dell'analisi può variare a seconda del business o della dimensione della società considerata. Successivamente deve essere effettuata un'analisi dettagliata dell'attività aziendale per capire quali possono essere gli strumenti utilizzabili per il risanamento della società in particolare, il piano deve indicare le variabili rilevanti che meglio rappresentano gli obiettivi di risanamento e le modalità in cui il management intende formulare la strategia. Un esempio di variabile potrebbe essere il settore o mercato di riferimento ovvero all'interno del piano il management dovrebbe indicare come la società intende posizionarsi sulla catena del valore inoltre, dovrebbe effettuare dalle analisi del mercato e dei competitors dando evidenza dei risultati, questo per capire come i prodotti o servizi dell'azienda vengono percepiti dai clienti del settore e riuscire così ad elaborare una strategia. Il management dovrebbe poi effettuare un'analisi SWOT per capire i punti di forza, debolezza, opportunità e minaccia presenti nel contesto ambientale in cui opera permettendo così di implementare una strategia di risanamento più dettagliata ed elaborata. Una volta identificate tutte le variabili rilevanti, il fatturato, le quote di mercato, i margini di contribuzione, il capitale investito, fisso e circolante e gli investimenti dovrebbero essere disaggregati in base alle variabili stesse. All'interno della parte descrittiva devono essere poi ricercate le motivazioni che hanno portato all'insolvenza della società in particolare, devono essere esplicitate sia le ragioni imputabili alla società, come ad esempio una riduzione delle vendite dovuta a bassi investimenti nell'innovazione del prodotto, sia le ragioni

macroeconomiche, come ad esempio gli aumenti dei costi di produzione dovuti all'incremento del prezzo delle materie prime su scala globale. In generale le motivazioni che portano allo stato di crisi della società non possono derivare da un unico fattore e proprio per questo motivo all'interno del piano il management dovrebbe indicare differenti cause sia di natura aziendale che di natura macroeconomica. Una volta presentate tutte queste tematiche che permettono di capire le basi e le assunzioni fatte dal management per l'elaborazione del piano, i responsabili aziendali dovrebbero presentare la strategia di risanamento in particolare, dovrebbero essere evidenziate tutte le criticità che si potrebbero verificare durante l'implementazione della stessa. Ovviamente le ipotesi e le assunzioni che sono alla base del piano devono essere coerenti e razionali con la situazione in cui versa la società e con il contesto in cui opera prevedendo ad esempio dei nessi causali tra le diverse azioni previste per il suo risanamento. Come si può capire, il piano si basa su dati previsionali che per loro natura presentano un determinato grado di incertezza a tal proposito, utile risulta essere il principio ISAE 3400 della Federazione Internazionale dei Commercialisti (IFAC) all'interno del quale i dati previsionali vengono divisi tra "forecast" e "projection". La parola "forecast" può essere tradotta con il termine previsione mentre la parola "projection" con il termine previsione ipotetica infatti, nel ISAE 3400 i forecasts sono dati prospettici condizionati da elementi ragionevolmente oggettivi o fondati sugli eventi futuri più probabili mentre le projections sono dati previsionali elaborati sulla base di assunzioni ipotetiche relativi ad eventi futuri e ad azioni del management che non necessariamente si verificheranno. Il piano deve essere principalmente basato sui forecasts ovvero su dati che presentano un'elevata probabilità di realizzo per fare questo è necessario che le basi e le ipotesi del piano siano costruite sui dati economico-finanziari della serie storica dell'azienda. Una volta presentate le cause che hanno portato allo stato di crisi, all'interno del piano deve essere presentata la strategia di risanamento che si intende adottare in particolare con l'esplicitazione delle azioni strategiche di medio e lungo termine che il management intende compiere per un riequilibrio dell'assetto economico, finanziario e patrimoniale della società. Per quanto riguarda l'assetto industriale, il piano dovrebbe prevedere tutte quelle azioni volte a una ridefinizione dei mercati e prodotti della società, dei processi produttivi aziendali (make or buy), degli obiettivi di produzione, della struttura dei costi di produzione e delle funzioni aziendali. Circa l'assetto patrimoniale-finanziario invece, il piano dovrebbe evidenziare tutte quelle azioni volte ad una ridefinizione e riequilibrio delle politiche di investimento, delle poste attive e passive del capitale circolante commerciale, della posizione finanziaria netta e della consistenza del patrimonio netto. In tutti e due i casi, devono essere indicati dei risultati-obiettivo e devono essere previsti degli indicatori che permettono di monitorare il raggiungimento di tali obiettivi infatti, il commissario giudiziale e i creditori devono avere la

possibilità, durante l'attuazione del piano, di analizzare e valutare l'andamento del risanamento aziendale. Una parte molto importante del piano riguarda la redazione dell'Action Plan, esso prevede la descrizione di tutte le azioni strategiche che si intendono compiere per il raggiungimento degli obiettivi presentati nel piano in altre parole, il compito dell'Action Plan è quello di dare concretezza e credibilità alle intenzioni strategiche infatti se esso risulta dettagliato e specifico, è evidente che il management ha delineato in modo chiaro e particolareggiato le principali tappe necessarie alla realizzazione del quadro strategico di risanamento. In particolare, le azioni che vengono presentate all'interno dell'Action Plan devono essere correlate a degli obiettivi da raggiungere, presentare un orizzonte temporale preciso ed essere indicati i costi o gli investimenti necessari alla loro realizzazione. Le azioni identificate all'interno dell'Action Plan devono essere raggruppate in base alle aree aziendali che vanno ad impattare nello specifico, nell'area dei ricavi devono essere inserite tutte le azioni volte al miglioramento del fatturato previsionale, nell'area dei costi devono essere inserite tutte le azioni volte ad un efficientamento ed ottimizzazione della struttura di costo dell'azienda, nell'area delle attività immobilizzate devono essere inserite tutte le azioni volte all'implementazione e allo sviluppo del business aziendale e nell'area del capitale circolante devono rientrare tutte le azioni volte al miglioramento dello stesso. Per evitare il rischio di scostamento dall'Action Plan durante la realizzazione del piano, devono essere previste delle modalità di monitoraggio e delle analisi di sensibilità e di stress test per evitare di ottenere un risultato non soddisfacente rispetto a quanto preventivato. In particolare affinché l'Action Plan risulti efficace dovrebbe essere condiviso con tutti gli stakeholders aziendali, stabilire le responsabilità di ogni azione strategica e monitorare il raggiungimento dei Key Performance Indicator, individuati nel piano attraverso delle analisi di sensibilità e di stress test in modo da prevedere degli intervalli di tolleranza circa gli obiettivi da raggiungere. Infine all'interno del documento deve essere presentato un piano economico-finanziario previsionale costituito da un conto economico in cui vengono presentate le componenti reddituali positive e negative previste durante l'attuazione del piano, uno stato patrimoniale in cui vengono presentate tutte le poste attive e passive e l'andamento del patrimonio netto durante la sua attuazione, il piano di tesoreria in cui viene presentata l'evoluzione delle disponibilità liquide durante i primi esercizi di attuazione e il piano finanziario in cui vengono presentati le previsioni di fonti e di fabbisogno necessarie durante l'attuazione dello stesso. Il piano economico-finanziario previsionale deve essere redatto secondo i principi contabili adottati dall'impresa prevedendo così una continuità con i dati contenuti nella serie storica infatti, i risultati conseguiti dalla società negli ultimi esercizi risultano essere la base per la redazione del piano in quanto la dimensione storica può fortemente influenzare l'attendibilità di un piano di risanamento quando

esso risulta di gran lunga disallineato e non giustificabile rispetto ai risultati passati. Per riassumere, un piano di risanamento può essere considerato completo ed esaustivo se sono presenti i seguenti elementi:

- Presentazione dell'azienda.
- Elaborazione di una serie storica dei dati economico-finanziari dell'azienda.
- Descrizione della situazione di crisi e delle analisi del management circa le cause che hanno portato allo stato di crisi.
- Esplicitazione delle strategie e degli obiettivi di risanamento.
- Definizione dell'Action Plan.
- Analisi del contesto ambientale in cui opera l'azienda in particolare del suo posizionamento strategico e dei suoi competitors.
- Descrizione delle evoluzioni attese e dei relativi impatti sullo scenario competitivo.
- Presentazione delle ipotesi assunte e del piano economico-finanziario previsionale.

L'accordo di ristrutturazione dei debiti ex articolo 182-bis (cenni)

L'accordo di ristrutturazione dei debiti è uno strumento negoziale di risoluzione della crisi d'impresa in cui l'imprenditore elabora un piano di pagamento dei creditori che deve essere attestato da un professionista indipendente, nominato dal debitore stesso, il quale deve verificare la veridicità e la fattibilità del piano e attestare la sua idoneità al pagamento integrale dei creditori estranei all'accordo. Questo accordo privato ha i medesimi presupposti del concordato preventivo ma è accessibile anche agli imprenditori agricoli, esso risulta valido qualora vi sia l'accordo con un numero di creditori che rappresenta almeno il 60% del totale dei creditori in particolare, con ciascuno di essi il debito può essere ristrutturato liberamente ovvero non è richiesta la parità di trattamento. In generale, questo strumento consiste in una ristrutturazione dei debiti dell'impresa in crisi che può avvenire secondo le modalità previste per gli accordi stragiudiziali ovvero una riduzione in conto capitale, una dilazione del termine di adempimento, una rinuncia a tutti o una parte degli interessi dovuti, una conversione del credito in partecipazione al capitale sociale della società o una concessione di credito supplementare al debitore (la così detta nuova finanza). Il piano deve prevedere l'integrale pagamento dei creditori estranei all'accordo entro centoventi giorni dell'omologazione dell'accordo stesso, nel caso in cui i crediti siano scaduti a tale data, o entro centoventi giorni dalla scadenza degli stessi, nel caso in cui i crediti non siano ancora scaduti alla data di omologazione. L'accordo diventa efficace una volta pubblicato nel registro delle imprese e

questo strumento assicura al debitore e ai creditori che partecipano all'accordo un serie di tutele tra cui:

- Il divieto per tutti i creditori anteriori all'accordo di iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari e di acquistare titoli di prelazione se non concordati con il debitore, tale protezione ha una durata di sessanta giorni a partire dalla data di pubblicazione dell'accordo e può essere richiesta dal debitore anche durante la fase delle trattative secondo quanto previsto dall'articolo 182-bis commi 6,7,8 della Legge Fallimentare all'imprenditore infatti basterà depositare una mera proposta di accordo, correlata da una sua dichiarazione che attesti l'esistenza di trattative in corso con un numero di creditori che rappresenti almeno il 60% dei crediti complessivi e la relazione sul piano da parte del professionista indipendente.
- L'esenzione da revocatoria per gli atti, pagamenti e garanzie compiuti dal debitore in esecuzione dell'accordo e l'esenzione del reato di bancarotta per le azioni compiute in ottemperanza con quanto previsto nel piano.
- I finanziamenti ottenuti nel corso dell'accordo di ristrutturazione (nuova finanza) presentano la caratteristica della prededucibilità, medesimo trattamento viene riconosciuto ai finanziamenti ottenuti in funzione della presentazione dell'accordo di ristrutturazione purché espressamente indicato dal giudice nel decreto di omologazione.

Una volta avviato il procedimento per l'omologazione dell'accordo, l'opposizione dei creditori e di qualsiasi interessato può essere presentata entro trenta giorni dalla pubblicazione dell'accordo stesso, al tribunale spetta la decisione circa la fondatezza delle opposizioni e circa l'omologazione dell'accordo che viene eventualmente disposta con decreto motivato. La legge non prevede chi deve vigilare sull'esecuzione dell'accordo e neppure prevede un formale provvedimento che accerti l'avvenuta esecuzione dell'accordo, si può quindi dire che la vigilanza deve essere effettuata dai creditori stessi, i quali possono chiedere la risoluzione dell'accordo in caso di inadempimento degli obblighi stabiliti nell'accordo omologato inoltre, possono richiedere l'annullamento dell'accordo stesso qualora il loro consenso si stato viziato da dolo, errore, violenza o incapacità. L'accordo di ristrutturazione dei debiti risulta essere uno strumento efficace quando il 60% dell'ammontate del credito complessivo è detenuto da pochi creditori in quanto la negoziazione dell'accordo con una moltitudine di creditori risulta essere un procedimento molto complesso e lungo inoltre, rimane il rischio che le trattative con i singoli creditori trapelino e che così gli altri creditori assumano iniziative a propria tutela prima che l'accordo sia raggiunto e iscritto nel registro delle imprese vanificando così l'attività del debitore. Proprio per questo motivo la Legge Fallimentare prevede la possibilità di ottenere gli

stessi effetti protettivi anche con la presentazione di un così detto pre-accordo come stabilito all'articolo 182-bis commi 6 e 7 della Legge Fallimentare.

L'accordo speciale di ristrutturazione dei debiti articolo 182-septies

L'accordo speciale è una variante con profili concorsuali dell'accordo di ristrutturazione dei debiti di diritto comune, il debitore può avvalersi di questo strumento qualora almeno la metà di tutto il suo debito sia detenuto da banche o altri intermediari finanziari. Questo accordo permette al debitore di individuare una o più categorie tra i vari creditori con posizioni giuridiche e interessi omogenei e di informare tutti i creditori di ciascuna categoria circa l'avvio delle trattative mettendoli nella condizione di parteciparvi in buona fede. Qualora si raggiunga l'accordo con i creditori che rappresentano almeno il 75% dell'ammontare dei crediti di una categoria, il debitore può chiedere nel ricorso per l'omologazione, che gli effetti dell'accordo vengano estesi anche ai creditori della medesima categoria che non hanno aderito all'accordo. Per i creditori diversi da banche e intermediari finanziari, rimane ferma la disciplina prevista all'articolo 182-bis della Legge Fallimentare. Il tribunale procede all'omologazione dell'accordo con banche e intermediari qualora accerti le seguenti circostanze:

- Le trattative siano avvenute in buona fede.
- Le banche e gli intermediari finanziari non aderenti all'accordo abbiano posizione giuridica e interessi economici omogenei ai creditori che hanno aderito nella medesima categoria.
- I non aderenti abbiano ricevuto informazioni complete e aggiornate sulla posizione patrimoniale, economica e finanziaria del debitore, sull'accordo e sui suoi relativi effetti.
- I non aderenti siano stati messi nelle condizioni di partecipare alle trattative.
- I non aderenti, in base all'accordo, risultino essere soddisfatti in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili.

In ogni caso comunque ai creditori non aderenti non possono essere imposte l'esecuzione di nuove prestazioni, la concessione di affidamenti, il mantenimento della possibilità di utilizzare affidamenti esistenti oppure l'erogazione di nuovi finanziamenti.

CAPITOLO 4 – LA PROPOSTA DI RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

Il Bilancio dello Stato

Il Bilancio dello Stato e il suo processo di formazione⁴³

Il Bilancio dello Stato è un documento contabile attraverso il quale il parlamento autorizza il governo a erogare le spese e incassare le entrate ovvero autorizza l'esecutivo all'attuazione della sua politica economica, oltre a questa funzione, il Bilancio dello Stato presenta altre tre funzioni: una allocativa in quanto è lo strumento che determina la decisione politica di come allocare le risorse della collettività, una gestionale perché è lo strumento che permette l'amministrazione delle risorse finanziarie e una informativa poiché serve per rendere conto ai cittadini dello Stato di come sono state impiegate le risorse pubbliche. Il Bilancio dello Stato al suo interno contiene due tipologie di prospetti: un bilancio consuntivo e un bilancio previsionale, il primo viene anche chiamato Rendiconto Generale dello Stato in quanto consente di svolgere un controllo a posteriori sull'attività finanziaria ovvero al suo interno vengono riportate le entrate effettivamente riscosse e le spese effettivamente sostenute di un esercizio finanziario già concluso mentre, il Bilancio di Previsione dello Stato si riferisce agli esercizi finanziari successivi in quanto al suo interno vengono riportate le entrate che si prevedono di realizzare e le spese che si prevedono di sostenere nell'anno(i) successivo(i) a seconda che il bilancio sia annuale o pluriennale. In particolare i valori presentati all'interno del Bilancio di Previsione dello Stato differiscono a seconda che essi siano determinati per competenza o per cassa per capirne la differenza risulta utile ricordare che le principali fasi delle entrate nelle casse dell'Erario sono tre: l'accertamento che rappresenta il momento in cui viene determinata la ragione del credito dello Stato e il soggetto che deve pagare l'imposta, la riscossione che risulta la fase in cui il debitore effettua il pagamento ai soggetti incaricati alla riscossione da parte dello Stato e l'incasso che si verifica quando la Tesoreria dello Stato incassa le somme riscosse per suo conto. Per quanto riguarda invece le uscite le principali fasi risultano due: l'impegno che corrisponde all'atto legale con il quale l'Amministrazione si obbliga ad effettuare un determinato pagamento oppure quando l'Amministrazione accantona le somme necessarie per un determinato ammontare di spese rendendole così indisponibili e il pagamento che consiste nel trasferimento materiale delle somme dalla Tesoreria al creditore. Come si può evincere quindi, una somma non può essere pagata se prima non viene impegnata e, simmetricamente, un'entrata non può essere incassata se prima non viene accertata; inoltre, una

⁴³ Tratto da Corso di scienza delle finanze P. Bosi settima edizione.

somma che è stata impegnata può non essere pagata nel corso dell'anno diventando un residuo passivo paragonabile, in un certo senso, ai debiti dello Stato in quanto i diritti dei beneficiari della spesa non cessano; analogamente un'entrata accertata e non incassata nel corso dell'esercizio rappresenta un residuo attivo paragonabile ai crediti dello Stato in quanto il diritto di incassare da parte dello Stato non cessa.⁴⁴ Il Bilancio di Previsione di cassa si riferisce alle entrate da incassare e alle spese da pagare nel corso dell'esercizio indipendentemente dal momento in cui avviene l'accertamento e l'impiego ad esempio, un bilancio previsionale dell'anno t è di cassa se si riferisce alle somme da pagare durante l'anno t indipendentemente dal fatto che queste uscite siano state stanziare e impegnate nell'anno t o in anni precedenti, in altre parole, il criterio su cui si basa il bilancio previsionale di cassa è la rappresentazione delle somme effettivamente incassate o pagate. Il Bilancio di Previsione di competenza invece, si riferisce alle entrate che si prevede di accertare e alle spese che si prevede di impegnare nel corso dell'esercizio a prescindere dal momento dell'effettivo incasso e pagamento delle somme stesse, ad esempio un bilancio previsionale dell'anno t è di competenza se si riferisce alle somme da impegnare durante l'anno t indipendentemente dal fatto che queste uscite vengano pagate nell'anno t o negli anni successivi.

A partire dal 2011 in seguito alle conseguenze della crisi economica sugli equilibri delle finanze pubbliche dei paesi europei a livello europeo, sono state inserite delle procedure dirette ad assicurare un coordinamento ex-ante e una verifica ex-post delle politiche economiche dei paesi appartenenti all'Unione economica e monetaria che prevedono l'implementazione delle politiche di bilancio dei differenti Stati sulla base di due semestri. Nel primo semestre, denominato semestre europeo, il Consiglio europeo stabilisce le priorità di politica finanziaria e di bilancio a cui gli Stati membri sono obbligati ad adeguarsi attraverso la redazione del Programma di Stabilità e il Piano Nazionale di Riforma entrambi contenuti nel Documento di Programmazione Finanziaria, questi documenti devono essere presentati al Consiglio dell'Unione europea entro il 30 aprile. Successivamente, una volta analizzati i documenti, la Commissione europea realizza delle raccomandazioni rivolte ai singoli Stati, le quali vengono approvate dal Consiglio dell'Economia e Finanza.⁴⁵ Nel secondo semestre invece gli Stati propongono i rispettivi progetti di bilancio tenendo conto delle raccomandazioni della Commissione in particolare, gli Stati oltre alla presentazione della manovra finanziaria, che nel

⁴⁴ Un'uscita prima di essere impegnata deve essere stanziata, se una somma viene stanziata ma non impegnata va in economia ovvero risulta un risparmio di bilancio mentre, un'entrata prima di essere accertata deve essere prevista, se un'entrata viene prevista ma non accertata essa risulta essere una perdita di bilancio.

⁴⁵ Il Consiglio dell'Economia e Finanza è l'organo che riunisce i ministri economici di tutti i Paesi membri dell'Unione europea.

nostro Paese viene realizzata attraverso il Disegno della Legge di Stabilità e il Disegno della Legge di Bilancio, devono presentare un Documento Programmatico di Bilancio all'interno del quale vengono presentati gli aggiornamenti delle stime del Programma di Stabilità (presentato ad aprile) e le manovre di finanza pubblica che intendono realizzare. Entro il 30 novembre la Commissione esprime un parere che valuta la conformità della manovra alle raccomandazioni del primo semestre e agli obiettivi programmatici. Il processo di bilancio è un iter che richiede un tempo molto ampio in quanto la sua preparazione, riferita ad un determinato anno, inizia nell'aprile dell'esercizio precedente e termina nel luglio dell'anno successivo a quello di riferimento con l'approvazione da parte del Parlamento del Rendiconto Generale dello Stato. Questo processo può essere suddiviso in tre parti: preparazione, gestione e rendicontazione. La prima fase inizia con la preparazione e presentazione al Parlamento, entro il 10 aprile, del Documento di Economia e Finanza in cui vengono riportati gli obiettivi della manovra economica che verranno poi maggiormente specificati nella Nota di aggiornamento del Documento di Economia e Finanza da presentare entro il 27 settembre, il Governo successivamente presenta al Parlamento, entro il 20 ottobre, i Disegni di Legge di Bilancio e i Disegni di Legge di Stabilità i quali poi vengono discussi ed emendati nelle commissioni e in aula infine, la preparazione si conclude con l'approvazione da parte delle Camere della Legge di Stabilità e di Bilancio che deve avvenire entro il 31 dicembre. Nella seconda fase, ovvero quella della gestione che inizia il 1° gennaio e termina il 31 dicembre dell'anno successivo, è possibile modificare gli stanziamenti che erano stati previsti nel bilancio previsionale attraverso la presentazione di un Disegno di Legge di Assestamento che deve essere presentato al Parlamento entro il 30 giugno. L'ultima fase riguarda la rendicontazione del bilancio ovvero i risultati dell'esercizio finanziario precedente diventano fissi e intoccabili e questo avviene attraverso l'elaborazione del Rendiconto Generale dello Stato che deve essere parificato dalla Corte dei conti e presentato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze al Parlamento per la sua approvazione.

Analisi del Rendiconto Generale dello Stato

L'ultimo Rendiconto Generale dello Stato disponibile è quello dell'esercizio 2019 presentato nel luglio del 2020, a seguito della gestione di competenza, le operazioni complessive di bilancio hanno determinato 834.551 milioni di accertamenti di entrate e 789.230 milioni di impegni di spesa generando un saldo complessivo di 45.321 milioni al netto delle regolazioni contabili in aumento rispetto all'esercizio 2018, sulla formazione di questo risultato hanno contribuito l'aumento delle entrate e una riduzione delle spese rispetto all'esercizio 2018. Il saldo delle operazioni correnti (risparmio pubblico) risulta pari a 53.092 milioni, al netto delle

regolazioni contabili, che denota un miglioramento rispetto alle precedenti previsioni mentre il saldo netto da finanziare, al netto delle regolazioni contabili, risulta pari a 4.804 milioni denotando anch'esso un miglioramento rispetto alle precedenti previsioni. L'avanzo primario risulta pari a 73.176 milioni, al netto delle regolazioni contabili, registrando così un sensibile miglioramento rispetto all'esercizio 2018. Il raffronto dei dati complessivi della gestione per cassa evidenzia una differenza negativa di -22.627 milioni, al netto delle regolazioni contabili, derivante da 773.662 milioni di incassi e 796.289 milioni di pagamenti, rispetto all'esercizio 2018 si registra un peggioramento dovuto a un aumento dei pagamenti rispetto agli incassi. Il risparmio pubblico ammonta a -26.053 milioni, al netto delle regolazioni contabili, registrando un miglioramento rispetto alle previsioni, questo risultato è principalmente dovuto alla riduzione delle spese correnti; questo risultato negativo indica la quota di spese correnti non coperta dalle entrate tributarie ed extra tributarie. Il saldo netto da finanziare è pari a -63.338 milioni, al netto delle regolazioni contabili, in peggioramento rispetto all'esercizio 2018 e infine, l'avanzo primario risulta pari a 5.154 milioni, sempre al netto delle regolazioni contabili. Di seguito si riporta un'analisi in dettaglio della composizione del Bilancio dello Stato e la sua evoluzione negli ultimi quattro esercizi.

Valori in milioni di Euro	Accertamenti 2016	Accertamenti 2017	Accertamenti 2018	Accertamenti 2019
TITOLO I-ENTRATE TRIBUTARIE	488.795	491.418	501.300	513.990
1-IMPOSTE SUL PATRIMONIO E SUL REDDITO	262.402	262.877	262.614	269.346
2-TASSE ED IMPOSTE SUGLI AFFARI	167.332	170.131	179.686	184.358
3-IMPOSTE SULLA PRODUZIONE, SUI CONSUMI E DOGANE	34.202	34.315	34.308	34.633
4-MONOPOLI	10.949	10.566	10.617	10.692
5-LOTTO, LOTTERIE ED ALTRE ATTIVITA' DI GIOCO	13.911	13.530	14.075	14.961
TITOLO II- ENTRATE EXTRA-TRIBUTARIE	88.692	89.082	88.111	89.463
6-PROVENTI SPECIALI	950	963	943	916
7-PROVENTI DI SERVIZI PUBBLICI MINORI	32.114	30.674	29.947	32.152
8-PROVENTI DEI BENI DELLO STATO	333	272	303	339
9-PRODOTTI NETTI DI AZIENDE AUTONOME ED UTILI DI GESTONI	1.665	2.332	2.545	3.323
10-INTERESSI SU ANTICIPAZIONI E CREDITI VARI DEL TESORO	4.961	5.067	4.450	4.761
11-RECUPERI, RIMBORSI E CONTRIBUTI	46.233	47.176	47.224	45.171
12-PARTITE CHE SI COMPENSANO NELLA SPESA	2.437	2.598	2.699	2.801
TITOLO III-ALIENAZIONE E AMMORTAMENTO DI BENI PATRIMONIALI E RISCOSSIONE CREDITI	3.828	2.475	2.201	2.132
13-VENDITA DI BENI E AFFRANCAZIONE DI CANONI	955	111	43	39
14-AMMORTAMENTO DI BENI PATRIMONIALI	380	387	381	469
15-RIMBORSO DI ANTICIPAZIONI E DI CREDITI VARI DEL TESORO	2.493	1.977	1.777	1.624
TITOLO IV-ACCENSIONE DI PRESTITI	264.618	281.610	249.066	260.409
TOTALE COMPLESSIVO	845.933	864.584	840.677	865.993

Tabella 9 - Accertamenti delle Entrate per gli esercizi 2016-2019

Fonte: http://www.rqs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONEI/attivita_istituzionali/formazione_e_gestione_del_bilancio/rendiconto/conto_del_bilancio_e_conto_del_patrimonio/conto_del_bilancio/2019/relazione_illustrativa/Relazione_al_rendiconto_2019.pdf

La tabella 9 riporta i risultati ottenuti con riferimento agli accertamenti delle entrate per gli anni 2016-2019 in particolare, per quanto riguarda il titolo I (entrate tributarie) durante questi quattro esercizi si è registrato un aumento degli accertamenti, passando da 488.795 milioni nel 2016 a 513.990 milioni nel 2019, principalmente legato alle imposte sul patrimonio e sul reddito, che sono passate da 262.402 milioni nel 2016 a 269.346 milioni nel 2019, e alle tasse e imposte sugli affari che sono passate da 167.332 milioni nel 2016 a 184.358 milioni nel 2019. Con riferimento al titolo II (entrate extra-tributarie) invece, non si registrano sostanziali cambiamenti nel corso dei quattro esercizi sebbene si sia verificato un leggero aumento da 88.692 milioni nel 2016 a 89.463 milioni di accertamenti nel 2019 in particolare, si registra una riduzione circa i recuperi, rimborsi e contributi che passano da 46.233 milioni nel 2016 a 45.171 milioni nel 2019 e un aumento dei prodotti netti di aziende autonome e utili di gestioni che passano da 1.665 milioni nel 2016 a 3.323 milioni nel 2019. Infine, per quanto riguarda il titolo III (alienazioni ed ammortamento di beni patrimoniali e riscossione crediti) si rileva una riduzione degli accertamenti da 3.828 milioni del 2016 a 2.132 milioni nel 2019, legata alla vendita di beni ed affrancazione di canoni, che passa da 955 milioni nel 2016 a 39 milioni nel 2019, e al rimborso di anticipazione di crediti vari del tesoro che passa da 2.493 milioni nel 2016 a 1.624 milioni nel 2019.

Valori in milioni di Euro	Incassi 2016	Incassi 2017	Incassi 2018	Incassi 2019
TITOLO I-ENTRATE TRIBUTARIE	456.817	465.579	482.280	479.633
1-IMPOSTE SUL PATRIMONIO E SUL REDDITO	249.358	249.452	258.279	255.623
2-TASSE ED IMPOSTE SUGLI AFFARI	148.783	157.819	165.278	164.371
3-IMPOSTE SULLA PRODUZIONE, SUI CONSUMI E DOGANE	34.034	34.176	34.156	34.137
4-MONOPOLI	10.799	10.574	10.587	10.562
5-LOTTO, LOTTERIE ED ALTRE ATTIVITA' DI GIOCO	13.843	13.559	13.980	14.940
TITOLO II- ENTRATE EXTRA-TRIButarIE	61.594	60.922	61.312	62.393
6-PROVENTI SPECIALI	948	945	939	945
7-PROVENTI DI SERVIZI PUBBLICI MINORI	25.558	23.965	22.735	24.172
8-PROVENTI DEI BENI DELLO STATO	300	261	287	307
9-PRODOTTI NETTI DI AZIENDE AUTONOME ED UTILI DI GESTONI	1.665	2.332	2.545	3.323
10-INTERESSI SU ANTICIPAZIONI E CREDITI VARI DEL TESORO	2.676	3.234	2.806	2.954
11-RECUPERI, RIMBORSI E CONTRIBUTI	28.040	27.613	29.302	28.023
12-PARTITE CHE SI COMPENSANO NELLA SPESA	2.407	2.573	2.699	2.667
TITOLO III-ALIENAZIONE E AMMORTAMENTO DI BENI PATRIMONIALI E RISCOSSIONE CREDITI	3.764	2.426	2.119	2.109
13-VENDITA DI BENI E AFFRANCAZIONE DI CANONI	955	111	43	39
14-AMMORTAMENTO DI BENI PATRIMONIALI	380	387	381	469
15-RIMBORSO DI ANTICIPAZIONI E DI CREDITI VARI DEL TESORO	2.429	1.929	1.695	1.601
TITOLO IV-ACCENSIONE DI PRESTITI	264.618	281.610	249.066	260.409
TOTALE COMPLESSIVO	786.793	810.537	794.776	804.543

Tabella 10 - Incassi delle Entrate per gli esercizi 2016-2019

Fonte: MEF-Rendiconto dello Stato (vedi tabella 9)

La tabella 10 analizza i risultati ottenuti con riferimento agli incassi delle entrate per gli anni 2016-2019 i quali seguono, come dinamica, quelli conseguiti per gli accertamenti, in particolare si registra un aumento degli incassi delle entrate tributarie che passano da 456.817 milioni nel 2016 a 479.633 milioni nel 2019; le entrate extra-tributarie sono sostanzialmente stabili ma registrano un leggero aumento passando da 61.594 milioni nel 2016 a 62.393 milioni nel 2019 infine, gli incassi delle entrate che fanno riferimento all'alienazione e ammortamento di beni patrimoniali e riscossione crediti evidenziano una riduzione passando da 3.764 milioni del 2016 a 2.109 milioni nel 2019.

Valori in milioni di Euro	Impegni 2016	Impegni 2017	Impegni 2018	Impegni 2019
TITOLO I-SPESE CORRENTI	549.647	548.890	561.969	553.480
1-REDDITI DA LAVORO DIPENDENTE, DI CUI:	89.878	91.365	94.291	94.735
Contributi Sociali	29.300	29.500	30.584	30.440
Retribuzioni	60.578	61.865	63.708	64.295
2-CONSUMI INTERMEDI, DI CUI	13.121	13.366	14.228	12.538
Acquisto di beni	1.271	1.361	2.020	1.460
Acquisto di servizi	11.850	12.005	12.207	11.078
3-IMPOSTE PAGATE SULLA PRODUZIONE	4.911	4.951	5.185	5.182
4-TRASFERIMENTI CORRENTI ALLA PA, DI CUI	259.496	263.215	264.041	258.113
Amministrazioni Centrali	10.132	10.357	10.327	10.588
Amministrazioni Locali	127.419	132.383	132.542	134.072
Enti di Previdenza	121.944	120.476	121.172	113.454
5-TRASFERIMENTI CORRENTI A FAMIGLIE E ISP, DI CUI:	14.746	15.212	17.901	15.350
Prestazioni sociali (denaro e natura)	11.325	12.082	12.551	11.570
6-TRASFERIMENTI CORRENTI A IMPRESE, DI CUI:	6.765	6.975	8.568	8.607
Contributi ai prodotti e alla produzione	4.115	4.931	4.960	4.479
7-TRASFERIMENTI CORRENTI ESTERO	1.475	1.670	1.618	1.608
8-RISORSE PROPRIE UNIONE EUROPEA	16.130	15.250	16.243	17.763
9-INTERESSI PASSIVI E REDDITI DA CAPITALE	71.598	70.580	69.185	68.372
10-POSTE CORRETTIVE E COMPENSATIVE, DI CUI:	68.655	64.145	68.828	69.408
Restituzione e rimborso imposte	51.153	47.002	53.214	55.121
Vincite lotto	15.149	14.761	13.382	11.830
11-AMMORTAMENTI	380	387	381	469
12-ALTRE USCITE CORRENTI	2.493	1.772	1.500	1.334
TITOLO II-SPESE IN CONTO CAPITALE	42.794	63.181	49.628	49.806
21-INVESTIMENTI FISSI LORDI E ACQUISITI TERRENI	4.916	4.924	5.956	6.240
22-CONTRIBUTI AGLI INVESTIMENTI, DI CUI:	17.405	20.198	22.781	21.685
Amministrazioni Centrali	11.735	13.883	15.647	12.945
Amministrazioni Locali	5.669	6.315	7.134	8.740
Enti di Previdenza ed Assistenza Sociale	0,4	-	-	-
23-CONTRIBUTI AGLI INVESTIMENTI AD IMPRESE, DI CUI:	12.095	10.875	13.782	11.179
Imprese private	8.603	7.053	8.462	7.750
Imprese pubbliche	3.492	3.822	5.320	3.429
24-CONTRIBUTI AGLI INVESTIMENTI A FAMIGLIE E ISP	165	104	79	393
25-CONTRIBUTI ALGI INVESTIMENTI ESTERO	442	560	536	341
26-ALTRI TRASFERIMENTI IN CONTO CAPITALE, DI CUI:	5.457	2.967	3.158	5.798
Amministrazioni Pubbliche	879	886	896	2.755
Famiglie e istituzioni sociali private	-	100	-	524
Imprese	69	28	35	22
31-ACQUISIZIONI DI ATTIVITA' FINANZIARIE	2.314	23.553	3.337	4.171
Azioni e altre partecipazioni	672	20.699	710	2.040
Concessione di prestiti	1.442	2.854	2.627	2.131
Titoli diversi dalle azioni	-	-	-	-
TITOLO III-RIMBORSO DI PASSIVITA' FINANZIARIE	195.982	242.072	205.104	219.891
61-RIMBORSO PASSIVITA' FINANZIARIE, DI CUI:	195.982	242.072	205.104	219.891
Prestiti	1.643	1.615	1.634	2.390
Titoli	194.310	240.458	203.471	217.501
TOTALE COMPLESSIVO	788.423	854.143	816.702	823.178

Tabella 11 - Impegni di Spesa per gli Esercizi 2016-2019
Fonte: MEF-Rendiconto dello Stato (vedi tabella 9)

La tabella 11 riporta i risultati ottenuti con riferimento agli impegni di spesa per gli anni 2016-2019, in particolare per quanto riguarda il titolo I (spese correnti), si registra un aumento non lineare degli impegni, passando da 549.647 milioni nel 2016 a 553.480 milioni nel 2019, principalmente riferibile ai redditi da lavoro dipendente che passano da 89.878 milioni nel 2016 (di cui 60.578 di retribuzioni e 29.230 di contributi sociali) a 94.735 milioni nel 2019 (di cui 64.295 di retribuzioni e 30.440 di contributi sociali), ai trasferimenti correnti alle imprese che passano da 6.765 milioni nel 2016 (di cui 4.114 di contributi ai prodotti e alla produzione) a 8.607 milioni nel 2019 (di cui 4.478 di contributi ai prodotti e alla produzione) e alle risorse proprie dell'Unione europea che passano da 16.129 milioni nel 2016 a 17.763 milioni nel 2019. Da segnalare invece, che le voci all'interno delle quali si sono verificate le riduzioni più significative di impegni sono state le spese per interessi passivi e redditi da capitale che sono passate da 71.598 milioni nel 2016 a 68.372 milioni nel 2019 e le spese per i trasferimenti correnti alla Pubblica Amministrazione che sono passate da 259.496 milioni nel 2016 (di cui 10.132 alle Amministrazioni Centrali 127.419 alle Amministrazioni Locali e 121.944 agli Enti di Previdenza) a 258.113 milioni nel 2019 (di cui 10.588 alle Amministrazioni Centrali 134.072 Amministrazioni Locali e 113.454 agli Enti di Previdenza). Con riferimento al titolo II (spese in conto capitale) si registra sempre un aumento non lineare degli impegni, passando da 42.794 milioni nel 2016 a 49.806 milioni nel 2019, legato essenzialmente agli investimenti fissi lordi e acquisti di terreni che passano da 4.916 milioni nel 2016 a 6.240 milioni nel 2019, ai contributi agli investimenti che passano da 17.405 milioni nel 2016 (di cui 11.735 ad Amministrazioni Centrali 5.669 ad Amministrazioni Locali e 400 a Enti di Previdenza ed Assistenza sociale) a 21.685 milioni nel 2019 (di cui 12.945 ad Amministrazioni Centrali e 8.740 ad Amministrazioni Locali) e alle acquisizioni di attività finanziarie che passano da 2.314 milioni nel 2016 (di cui 672 di azioni ed altre partecipazioni e 1.442 di titoli diversi dalle azioni) a 4.171 milioni nel 2019 (di cui 2.040 di azioni ed altre partecipazioni e 2.131 di titoli diversi dalle azioni).⁴⁶ Da segnalare che la riduzione più significativa, ma non lineare, si è verificata alla voce contributi agli investimenti alle imprese dove gli impegni sono passati da 12.095 milioni nel 2016 (di cui 8.603 ad imprese private 3.492 ad imprese pubbliche) a 11.179 milioni nel 2019 (di cui 7.750 ad imprese private e 3.429 ad imprese pubbliche).

⁴⁶ Nel 2017 l'ammontare di impegni con riferimento alle acquisizioni di attività finanziarie è stato di 23.553 milioni di cui 20.699 in acquisizioni di azioni e altre partecipazioni, questi circa 21 miliardi sono principalmente riconducibili alla legge n.237 del 2016 "Disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio", adottata per far fronte agli oneri derivanti dalle operazioni di sottoscrizione e acquisto di azioni e dalle garanzie concesse dallo Stato a favore delle banche e dei gruppi bancari italiani e finanziati dall'emissione di titoli di debito pubblico.

Valori in milioni di Euro	Pagamenti 2016	Pagamenti 2017	Pagamenti 2018	Pagamenti 2019
TITOLO I-SPESE CORRENTI	527.535	538.866	553.041	571.799
1-REDDITI DA LAVORO DIPENDENTE, DI CUI:	89.492	90.197	94.948	93.876
Contributi Sociali	29.324	29.429	30.627	30.421
Retribuzioni	60.168	60.768	64.321	63.455
2-CONSUMI INTERMEDI, DI CUI	12.471	12.921	13.951	13.638
Acquisto di beni	1.566	1.422	1.961	1.610
Acquisto di servizi	10.905	11.499	11.991	12.027
3-IMPOSTE PAGATE SULLA PRODUZIONE	4.918	4.945	5.182	5.177
4-TRASFERIMENTI CORRENTI ALLA PA, DI CUI	243.454	256.060	255.909	274.438
Amministrazioni Centrali	10.498	10.638	10.443	10.847
Amministrazioni Locali	123.191	131.129	134.898	144.488
Enti di Previdenza	109.765	114.293	110.568	119.103
5-TRASFERIMENTI CORRENTI A FAMIGLIE E ISP, DI CUI:	14.328	15.888	17.457	14.831
Prestazioni sociali (denaro e natura)	10.788	12.570	12.064	11.395
6-TRASFERIMENTI CORRENTI A IMPRESE, DI CUI:	6.824	6.769	8.527	8.886
Contributi ai prodotti e alla produzione	4.327	4.745	5.057	4.593
7-TRASFERIMENTI CORRENTI ESTERO	1.451	1.636	1.621	1.612
8-RISORSE PROPRIE UNIONE EUROPEA	16.130	15.250	16.243	17.763
9-INTERESSI PASSIVI E REDDITI DA CAPITALE	71.604	70.545	69.182	68.543
10-POSTE CORRETTIVE E COMPENSATIVE, DI CUI:	65.762	62.518	69.059	71.309
Restituzione e rimborso imposte	50.670	46.958	53.278	55.156
Vincite lotto	12.928	13.008	13.571	13.650
11-AMMORTAMENTI	380	387	381	469
12-ALTRE USCITE CORRENTI	723	1.751	582	1.258
TITOLO II-SPESE IN CONTO CAPITALE	36.105	52.257	38.601	38.831
21-INVESTIMENTI FISSI LORDI E ACQUISITI TERRENI	4.223	4.317	4.581	5.011
22-CONTRIBUTI AGLI INVESTIMENTI, DI CUI:	13.174	14.818	13.793	12.814
Amministrazioni Centrali	8.730	10.274	8.859	7.572
Amministrazioni Locali	4.444	4.544	4.935	5.241
Enti di Previdenza ed Assistenza Sociale	0,4	-	-	-
23-CONTRIBUTI AGLI INVESTIMENTI AD IMPRESE, DI CUI:	11.528	11.787	11.058	11.985
Imprese private	7.414	7.587	7.250	7.290
Imprese pubbliche	4.115	4.200	3.808	4.694
24-CONTRIBUTI AGLI INVESTIMENTI A FAMIGLIE E ISP	166	98	81	351
25-CONTRIBUTI ALGI INVESTIMENTI ESTERO	316	441	415	542
26-ALTRI TRASFERIMENTI IN CONTO CAPITALE, DI CUI:	2.490	2.106	4.724	4.147
Amministrazioni Pubbliche	910	805	793	2.772
Famiglie e istituzioni sociali private	-	100	-	-
Imprese	69	28	35	22
31-ACQUISIZIONI DI ATTIVITA' FINANZIARIE	4.208	18.690	3.949	3.981
Azioni e altre partecipazioni	703	14.779	663	2.161
Concessione di prestiti	3.305	3.911	3.286	1.820
Titoli diversi dalle azioni	-	-	-	-
TITOLO III-RIMBORSO DI PASSIVITA' FINANZIARIE	198.972	241.947	205.067	219.648
61-RIMBORSO PASSIVITA' FINANZIARIE, DI CUI:	198.972	241.947	205.067	219.648
Prestiti	1.652	1.617	1.635	2.390
Titoli	197.294	240.330	203.423	217.250
TOTALE COMPLESSIVO	762.612	833.070	796.710	830.277

Tabella 12 - Pagamenti delle Spese per gli Esercizi 2016-2019
Fonte: MEF-Rendiconto dello Stato (vedi tabella 9)

La tabella 12 analizza i risultati ottenuti con riferimento ai pagamenti delle spese per gli anni 2016-2019 i quali seguono, come dinamica, quelli conseguiti per gli impegni in particolare, si registra un aumento dei pagamenti delle spese correnti che passano da 527.535 milioni nel 2016 a 571.799 milioni nel 2019 e dei pagamenti delle spese non correnti che passano da 36.105 milioni nel 2016 a 38.831 milioni nel 2019.

Valori in milioni di Euro	2016		2017		2018		2019	
	comp.	cassa	comp.	cassa	comp.	cassa	comp.	cassa
Entrate tributarie	488.795	456.817	491.418	465.579	501.300	482.280	513.990	479.633
Entrate extra-tributarie	88.692	61.594	89.082	60.922	88.111	61.312	89.463	62.393
Alienazione e Ammortamento Beni	3.828	3.764	2.475	2.426	2.201	2.119	2.132	2.109
Regolazioni contabili e debitorie	- 25.778	- 24.954	- 25.765	- 24.902	- 30.735	- 29.835	- 31.441	- 30.881
ENTRATE TOTALI (OPERAZIONI FINALI)	555.537	497.220	557.209	504.026	560.877	515.876	574.143	513.253
Spese correnti	549.647	527.535	548.890	538.866	561.969	553.041	553.480	571.799
Spese c. capitale	42.794	36.105	63.181	52.257	49.628	38.601	49.806	38.831
Regolazioni contabili e debitorie	- 27.319	- 25.208	- 29.624	- 29.102	- 32.796	- 31.896	- 33.948	- 33.988
SPESE TOTALI (OPERAZIONI FINALI)	565.122	538.432	582.447	562.022	578.801	559.746	569.339	576.641
Interessi	71.598	71.604	70.580	70.545	69.185	69.182	68.372	68.543
AVANZO PRIMARIO	62.013	30.392	45.343	12.549	51.260	25.311	73.176	5.155

Tabella 13 - Avanzo primario per competenza e per cassa esercizi 2016-2019
Fonte: MEF-Rendiconto dello Stato (vedi tabella 9)

La tabella 13 infine, riporta i risultati per macro-classi e l'avanzo primario conseguiti per competenza e per cassa nei differenti quattro esercizi prendendo in considerazione anche le regolazioni contabili e debitorie. Si può notare un incremento non lineare dell'avanzo primario per competenza che passa dai 62.013 milioni del 2016 ai 73.176 milioni del 2019; mentre per cassa si è verificata una riduzione non lineare, passando da 30.392 milioni nel 2016 a 5.155 milioni nel 2019. Per considerare l'andamento dello Stato e delle sue politiche economiche però, assume maggior rilievo e significatività lo studio del suo avanzo primario e dei bilanci che fanno riferimento agli esercizi futuri; per fare questo occorre analizzare le Leggi di Bilancio che hanno lo scopo di stimare i risultati economici che lo Stato intende ottenere nell'immediato futuro.

Analisi della Legge di Bilancio 2020-2022

Come si è detto, il Governo ogni anno emana la Legge di Bilancio in cui viene redatto un bilancio previsionale triennale nel quale vengono recepiti gli obiettivi della manovra economica indicati nel Documento di Economia e Finanza i quali poi vengono convertiti in numeri attraverso la Legge di Stabilità.

Valori in milioni di Euro	L.B. 2020		L.B. 2021		L.B. 2022	
	comp.	cassa	comp.	cassa	comp.	cassa
Entrate tributarie *	511.101	486.409	538.571	513.847	552.119	527.504
Entrate extra-tributarie	70.572	56.126	69.360	53.428	72.929	56.957
Alienazione e Ammortamento. Beni	2.316	2.271	2.325	2.280	2.334	2.289
ENTRATE FINALI	583.989	544.806	610.256	569.554	627.383	586.751
Spese correnti (netto interessi)	530.665	545.193	535.032	549.732	535.742	548.836
Interessi	76.732	76.732	76.590	76.590	72.584	72.584
Spese c. capitale	55.186	50.638	54.088	51.830	55.036	51.811
SPESE FINALI	662.584	672.563	665.710	678.152	663.361	673.230
RIMBORSO PRESTITI	234.840	234.840	254.866	254.866	263.850	263.850
RISULTATI DIFFERENZIALI						
RISPARMIO PUBBLICO	-25.724	-79.390	-3.691	-59.047	16.722	-36.959
SALDO NETTO DA FINANZIARE	-78.595	-127.757	-55.454	-108.598	-35.978	-86.479
RICORSO AL MERCATO	-313.435	-362.597	-310.320	-363.464	-299.828	-350.329

Tabella 14 - Previsione Legge di Bilancio 2020-2022

(*) Le previsioni di Entrata risultano al netto della quota da destinare a UE.

Fonte : http://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Bilancio_di_previsione/Bilancio_semplificato/Marzo-2020/LB_2020-2022.pdf

La tabella 14 riporta in modo sintetico e aggregato le voci di entrata e di uscita dello Stato per competenza e per cassa, previste nella Legge di Bilancio per il triennio 2020-2022. Per le entrate tributarie è previsto un aumento passando da 511.101 milioni nel 2020 a 552.119 milioni nel 2022 per competenza mentre da 486.409 milioni nel 2020 a 527.504 milioni nel 2022 per cassa; inoltre sono previsti aumenti anche per le entrate extra-tributarie che passano da 70.572 milioni nel 2020 a 72.929 milioni nel 2022 per competenza mentre da 56.126 milioni a 56.957 milioni per cassa con un aumento non lineare; infine le alienazioni e ammortamenti di beni rimangono sostanzialmente costanti nei tre esercizi. Dal lato delle spese è previsto un aumento delle spese correnti, al netto degli interessi, che passano da 530.665 milioni nel 2020 a 535.742 milioni nel 2022 per competenza mentre da 545.193 milioni a 548.836 milioni per cassa con un aumento non lineare; le spese in conto capitale rimangono sostanzialmente stabili nel corso dei tre esercizi fatta eccezione per il bilancio per cassa dove si prevede un leggero aumento non lineare passando da 50.638 milioni nel 2020 a 51.811 milioni nel 2022. Circa i risultati differenziali, si può osservare come sia previsto un miglioramento del saldo del risparmio pubblico, ovvero la differenza tra entrate correnti (tributarie ed extra tributarie) e spese correnti, che passa da -25.724 milioni nel 2020 a 16.722 milioni nel 2022 per competenza e da -79.390 milioni nel 2020 a -36.958 milioni per cassa. Inoltre è previsto un miglioramento del saldo netto da finanziarie, ovvero la differenza tra le entrate finali e le spese finali, che passa da -78.595 milioni nel 2020 a -35.978 milioni nel 2022 per competenza e da -127.757 milioni nel 2020 a -86.479 milioni nel 2022 per cassa. È anche previsto un miglioramento del saldo circa il ricorso al mercato, ovvero la differenza tra entrate finali e spese complessive (comprese le spese per il rimborso prestiti), che passa da -313.435 milioni nel 2020 a -299.828 milioni nel 2022 per

competenza e da -362.597 milioni nel 2020 a -350.329 milioni nel 2022 per cassa. Analizzando i risultati differenziali, si evince che per l'intero triennio il risparmio pubblico e il saldo netto da finanziare sono fortemente negativi, seppure in miglioramento, questo comporterà un ulteriore aumento del debito pubblico sia in valore assoluto, sia in rapporto al Pil.

Valori in milioni di Euro	L.B. 2020 cassa	L.B. 2021 cassa	L.B. 2022 cassa
TITOLO I - ENTRATE TRIBUTARIE	486.409	513.847	527.504
IMPOSTE DIRETTE	259.990	263.973	265.991
IRPEF	194.374	199.827	203.098
IRES	35.208	35.011	33.919
Ritenute sui redditi di capitale	8.188	8.168	8.208
Ritenuta sui dividendi	1.882	1.896	1.914
Sostitutive art. 3 legge 662/96	735	738	740
Sostitutive di tributi diretti	220	220	220
IMU riserva erariale	3.720	3.720	3.720
Altre iposte dirette	15.661	14.393	14.171
IMPOSTE INDIRETTE	226.419	249.873	261.513
AFFARI	163.710	184.045	194.467
IVA*	141.717	161.592	172.138
Registro, bollo e sostitutiva	11.794	11.974	12.078
Altre entrate da affari	10.199	10.479	10.252
PRODUZIONE	35.497	38.487	39.633
Oli minerali	26.249	28.388	29.509
Altre entrate da produzione	9.248	10.099	10.124
MONOPOLI	10.774	10.774	10.774
Tabacchi	10.735	10.735	10.735
Altre entrate da monopoli	39	39	39
LOTTO, LOTTERIE E ALTRE ATTIVITA' DI GIOCO	16.438	16.567	16.639
Lotto	8.149	8.149	8.149
Alte entrate da lotto, lotterie ed altre attività di gioco	8.289	8.418	8.490
TITOLO II - ENTRATE EXTRA-TRIBUTARIE	56.126	53.428	56.957
PROVENTI SPECIALI	855	803	757
CONTRIBUTI SOCIALI	450	450	450
VENDITA BENI E SERVIZI	3.111	3.755	8.343
REDDITI DA CAPITALE	10.261	8.611	7.590
POSTE CORRETTIVE E COMPENSATIVE	6.748	7.098	7.148
TRASFERIMENTI CORRENTI, DA:	33.893	32.187	32.162
Regioni ed enti locali	9.766	9.508	9.629
Famiglie	15.587	14.291	14.301
Imprese	4.864	4.838	4.781
Altri trasferimenti correnti	3.676	3.551	3.451
ALTRE ENTRATE EXTRA-TRIBUTARIE	807	522	506
TITOLO III-ALIENAZIONE, AMMORTAMENTO DI BENI E RISCOSSIONE CREDITI	2.271	2.280	2.289
RIMBORSO DI ANTICIPAZIONI E RISCOSSIONE CREDITI	1.093	1.102	1.112
AMMORTAMENTO DI BENI	1.155	1.155	1.155
ALTRE ENTRATE DA ALIENAZIONE	23	23	23
TOTALI ENTRATE FINALI LORDE	544.806	569.554	586.751

Tabella 15 - Sintesi delle Entrate. Previsione 2020 – 2022

(*) Le previsioni di Entrata risultano al netto della quota da destinare a UE.

Fonte: MEF-Previsione Legge di Bilancio 2020-2022 (vedi tabella 14)

La tabella 15 riporta, per sottoclassi, le entrate per cassa previste nel triennio 2020-2022, si può osservare come l'aumento delle entrate tributarie sia attribuibile ad un aumento delle imposte dirette e indirette. In particolare, circa le imposte dirette, si evidenzia un aumento dell'IRPEF

da 194.374 milioni nel 2020 a 203.098 milioni nel 2022 mentre per le imposte indirette si prevede un aumento di quelle riferite agli affari, con l'IVA che passa da 141.717 milioni nel 2020 a 172.138 milioni nel 2022, e quelle riferite alla produzione, con le entrate derivanti dalla produzione di oli minerali che passano da 26.249 milioni nel 2020 a 29.509 milioni nel 2022. Per quanto riguarda le entrate extra-tributarie si osserva un leggero aumento non lineare; da notare un significativo aumento delle entrate relative alla vendita di beni e servizi che passano da 3.111 milioni nel 2020 a 8.343 milioni nel 2022 e una riduzione delle entrate da redditi di capitali che passano da 10.261 milioni nel 2020 a 7.590 milioni nel 2022.

Valori in milioni di Euro	L.B. 2020 cassa	L.B. 2021 cassa	L.B. 2022 cassa
TITOLO I-SPESE CORRENTI	621.925	626.322	621.419
REDDITI DA LAVORO DIPENDENTE	94.627	95.560	93.783
CONSUMI INTERMEDI	14.030	13.008	12.844
IMPOSTE PAGATE SULLA PRODUZIONE	5.024	4.959	4.815
TRASFERIMENTI CORRENTI ALLA PA	291.334	295.968	296.856
Amministrazioni Centrali	10.344	10.501	10.178
Amministrazioni Locali	140.948	143.957	144.278
Enti di Previdenza	140.042	141.509	142.400
TRASFERIMENTI CORRENTI A FAMIGLIE E ISP	15.716	18.179	18.073
TRASFERIMENTI CORRENTI A IMPRESE	9.541	8.825	8.077
TRASFERIMENTI CORRENTI ESTERO	1.496	1.493	1.495
RISORSE PROPRIE UNIONE EUROPEA	18.433	19.120	19.120
INTERESSI PASSIVI E REDDITI DA CAPITALE	76.732	76.590	72.584
POSTE CORRETTIVE E CMPENSATIVE	76.165	72.075	72.071
AMMORTAMENTI	1.155	1.155	1.155
ALTRE USCITE CORRENTI	17.671	19.391	20.546
TITOLO II-SPESE IN CONTO CAPITALE	50.638	51.830	51.811
INVESTIMENTI FISSI LORDI E ACQUISITI TERRENI	8.278	7.023	7.290
CONTRIBUTI AGLI INVESTIMENTI	17.144	20.639	22.961
Amministrazioni Centrali	8.823	12.510	13.676
Amministrazioni Locali	8.322	8.129	9.285
CONTRIBUTI AGLI INVESTIMENTI AD IMPRESE	13.619	12.965	11.230
CONTRIBUTI AGLI INVESTIMENTI A FAMIGLIE E ISP	207	114	104
CONTRIBUTI ALGI INVESTIMENTI ESTERO	473	530	448
ALTRI TRASFERIMENTI IN CONTO CAPITALE	7.885	8.638	7.525
ACQUISIZIONI DI ATTIVITA' FINANZIARIE	3.032	1.923	2.252
TITOLO III-RIMBORSO DI PASSIVITA' FINANZIARIE	234.840	254.866	263.850
TOTALE COMPLESSIVO	907.403	933.018	937.080

Tabella 16 - Analisi delle Spese per categorie economiche. Previsione 2020-2022

Fonte: MEF-Previsione Legge di Bilancio 2020-2022 (vedi tabella 14)

La tabella 16 riporta le spese per cassa previste nel triennio 2020-2022, come si può osservare, le spese correnti da 621.925 milioni nel 2020 passano a 626.322 milioni nel 2021 per poi diminuire a 621.419 milioni nel 2021, da segnalare la riduzione dei consumi intermedi che passano da 14.030 milioni nel 2020 a 12.844 milioni nel 2022 e dei trasferimenti correnti alle imprese che passano da 9.541 milioni nel 2020 a 8.077 milioni nel 2022. Inoltre si nota un aumento dei trasferimenti correnti alle Amministrazioni Pubbliche, da 291.334 milioni nel 2020 a 296.856 milioni nel 2022, dei trasferimenti correnti a famiglie e ISP, da 15.716 milioni nel 2020 a 18.073 milioni nel 2022, e delle altre uscite correnti, da 17.671 milioni nel 2020 a 20.546

milioni nel 2022. Si registra anche un lieve aumento delle spese in conto capitale che passano da 50.638 milioni nel 2020 a 51.811 milioni nel 2022; da segnalare comunque l'aumento dei contributi agli investimenti delle Amministrazioni pubbliche da 17.144 milioni nel 2020 a 22.961 milioni nel 2022 e la riduzione dei contributi agli investimenti delle imprese da 13.619 milioni nel 2020 a 11.230 milioni nel 2022.

Valori in milioni di Euro	L.B. 2020		L.B. 2021		L.B. 2022	
	comp.	cassa	comp.	cassa	comp.	cassa
Entrate tributarie *	511.101	486.409	538.571	513.847	552.119	527.504
Entrate extra-tributarie	70.572	56.126	69.360	53.428	72.929	56.957
Alienazione e Ammortamento. Beni	2.316	2.271	2.325	2.280	2.334	2.289
ENTRATE FINALI	583.989	544.806	610.256	569.554	627.383	586.751
Spese correnti (netto interessi)	530.665	545.193	535.032	549.732	535.742	548.836
Interessi	76.732	76.732	76.590	76.590	72.584	72.584
Spese c. capitale	55.186	50.638	54.088	51.830	55.036	51.811
SPESE FINALI	662.584	672.563	665.710	678.152	663.361	673.230
AVANZO PRIMARIO	-1.863	-51.025	21.136	-32.008	36.606	-13.895

Tabella 17 - Avanzi primari. Previsione 2020-2022

(*) Le previsioni di Entrata risultano al netto della quota da destinare a UE.

Fonte: MEF-Previsione Legge di Bilancio 2020-2022 (vedi tabella 14)

La tabella 17 infine, analizza i risultati per macro-classi e l'avanzo primario conseguiti per competenza e per cassa nei differenti esercizi del triennio 2020-2022. Come si può notare l'avanzo primario per competenza migliora passando da -1.863 milioni nel 2020 a 36.606 milioni nel 2022; per quanto riguarda invece il saldo primario per cassa si registra in tutti e tre gli esercizi un saldo fortemente negativo ma in miglioramento passando da -51.025 milioni nel 2020 a -13.895 milioni nel 2022. In questo quadro, molto preoccupante per le finanze dello Stato, l'elaborato propone un radicale cambiamento da conseguire attraverso la realizzazione di avanzi primari e una ristrutturazione del debito pubblico, che verranno presentati nei paragrafi successivi.

La proposta di ristrutturazione del debito

La costituzione della società veicolo "Avvenire Italia S.p.a."

L'analisi e lo studio dei bilanci a consuntivo degli esercizi 2016-2019 e dei bilanci a preventivo degli esercizi 2020-2022 hanno permesso di delineare, in generale, la portata della proposta di ristrutturazione del debito pubblico italiano necessaria per il riallineamento delle finanze dello Stato. La proposta di questo elaborato si basa sull'applicazione di strumenti di natura privatistica ovvero si propone una ristrutturazione del debito attraverso un concordato preventivo. Innanzitutto il punto di partenza è la costituzione, da parte dello Stato italiano, di una società veicolo chiamata "Avvenire Italia S.p.a.", integralmente posseduta dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, a cui viene conferito l'ammontare totale del debito pubblico

italiano e che avrà il compito di soddisfare i creditori dello Stato.⁴⁷ Al fine del raggiungimento del suddetto scopo, alla società “Avvenire Italia S.p.a.” vengono conferite le seguenti attività:

- Le partecipazioni detenute dallo Stato, ovviamente non l'intero ammontare ma bensì quelle identificate come necessarie per il conseguimento dello scopo;
- Il contratto stipulato tra la società “Avvenire Italia S.p.a.” e il Governo, il quale prevede l'impegno, da parte dello Stato italiano con cadenza annuale, del versamento di un ammontare pari 98% dell'avanzo primario per cassa generato nell'esercizio.

Come si può capire quindi, il perno del piano si basa sulla capacità da parte dello Stato di generare sufficienti avanzi primari capaci di sostenere il progetto di rimborso del debito pubblico da parte della SPV. Inoltre, attraverso la cessione dell'avanzo primario, lo Stato non è più costretto a ricorrere all'indebitamento per la copertura delle spese e le risorse restanti (pari al 2% degli avanzi primari generati) possono essere utilizzate per investimenti strutturali oppure per la risoluzione di crisi temporanee. Tutto questo però non risulta sufficiente, infatti il flusso di cassa annuale, pari all'avanzo primario ceduto, non permette alla società “Avvenire Italia S.p.a.” di ripagare la totalità del debito pubblico; per ovviare a ciò si procede all'applicazione di un concordato preventivo con continuità aziendale. La proposta di concordato preventivo prevede una ristrutturazione del debito pubblico, successiva a una suddivisione in classi dei creditori a seconda degli strumenti finanziari e dei soggetti detentori, e un piano di rientro che prevede differenti modalità e tempistiche a seconda della classe considerata. In particolare, con riferimento ai titoli di Stato, la ristrutturazione viene effettuata attraverso uno swap dei titoli in circolazione con titoli di nuova emissione, nei quali si effettua un haircut variabile a seconda delle tipologie di titoli scambiati e della classe di creditori, oltre a una ridefinizione del tasso di interesse applicato. In altre parole, la ristrutturazione del debito si basa sulla cartolarizzazione di crediti futuri (ovvero la cessione degli avanzi primari) e i flussi di cassa vengono utilizzati per il rimborso dei debiti emessi dalla società “Avvenire Italia S.p.a.” di ammontare pari al debito pubblico oggetto di swap.

La generazione dei flussi di cassa per la SPV

Come si è detto in precedenza, il perno dell'operazione è l'avanzo primario che si riesce a trasferire alla SPV (operativa dal 1° gennaio 2020) e per questo motivo il punto di partenza per la sua determinazione risulta essere la Legge di Bilancio 2020-2022.

⁴⁷ Le Special Purpose Vehicle (SPV) sono società costituite per il veicolo dell'attività finanziarie cedute da terzi in particolare con lo scopo di effettuare una o più cartolarizzazioni.

Valori in milioni di Euro	L.B. 2020 cassa	L.B. 2021 cassa	L.B. 2022 cassa
Entrate tributarie *	486.409	513.847	527.504
Entrate extra-tributarie	56.126	53.428	56.957
ENTRATE FINALI	542.535	567.275	584.461
Spese correnti (netto interessi)	545.193	549.732	548.836
Interessi	76.732	76.590	72.584
Spese c. capitale	50.638	51.830	51.811
SPESE FINALI	672.563	678.152	673.230
AVANZO PRIMARIO	-53.296	-34.287	-16.185

Tabella 18 - Avanzo primario al netto alienazioni e ammortamento beni. Previsione per cassa 2020-2022

(*) Le previsioni di Entrata risultano al netto della quota da destinare a UE.

Fonte: MEF-Previsione Legge di Bilancio 2020-2022 (vedi tabella 14)

La tabella 18 riporta l'avanzo primario (in questo caso disavanzo) per cassa previsto per il triennio 2020-2022 calcolato come differenza tra le entrate finali al netto delle alienazioni e ammortamento di beni, ora di competenza della neo costituita SPV, e le uscite finali al netto degli interessi ora sostenuti dalla stessa, in altre parole l'avanzo primario viene calcolato sottraendo dalla somma tra Titolo I e II delle entrate la somma tra Titolo I e II delle spese al netto degli interessi. Come si può notare, per tutti e tre gli esercizi è presente un disavanzo molto significativo per questo motivo è necessario intervenire sulle variabili che compongono la spesa per permettere il miglioramento del saldo di avanzo primario, questa operazione viene chiamata spending review e in questo elaborato viene adottato il modello di riforma della spesa pubblica redatto dal professor Cottarelli ma mai adottato dal Governo a quel tempo in carica.

Valori in miliardi di Euro	2020	2021	2022
Efficientamento Diretto	2,2	5,2	12,1
Iniziative Su Beni E Servizi	0,8	2,3	7,2
Pubblicazione Telematica Appalti Pubblici	0,2	0,2	0,2
Gestione Immobili		0,2	0,5
Costi Riscossione Fiscale		0,4	0,4
Fabbisogni Standard Dei Comuni		0,5	2,0
Consulenze E Auto Blu	0,1	0,2	0,3
Stipendi Dirigenti	0,5	0,5	0,5
Corsi Di Formazione	0,1	0,1	
Inquinamento Luminoso	0,1	0,2	0,3
Altre Proposte Da Gruppi Ministeriali	0,4	0,6	0,7
Riorganizzazioni	0,2	2,8	5,9
Riforma Provincie	0,1	0,3	0,5
Sinergie Corpi Polizia		0,8	1,7
Spese Enti Pubblici	0,1	0,2	0,3
Digitalizzazione		1,1	2,5
Prefetture, Vigili Del Fuoco, Capitanerie Di Porto		0,2	0,4
Altre Sedi Periferiche Nelle AC		0,1	0,4
Razionalizzazione Comunità Montane		0,1	0,1
Costi Politica	0,4	0,7	0,9
Comuni, Regioni, Finanziamento Partiti	0,2	0,3	0,4
Organi Costituzionali E Rilevanza Costit.	0,2	0,4	0,5
Riduz. Trasferimenti Inefficienti	2,0	4,4	7,1
Trasferimenti A Imprese (Stato)	1,0	1,6	2,2
Trasferimenti A Imprese (Regioni)	0,4	0,6	0,8
Prova Reddito Per Indennità Accompagno		0,1	0,2
Abusi Pensioni Di Invalidità		0,1	0,2
Tagli Microstanziamenti	0,2	0,2	0,2
Partecipate Locali (TPL E Altro)	0,1	1,0	2,0
Trasferimenti A Trasporto Ferroviario	0,3	0,8	1,5
Spese Settoriali	2,2	5,0	7,9
Difesa	0,1	1,8	2,5
Misure Patto Salute E Costi Standard	0,3	0,8	2,0
Contributo Temporaneo Pensioni	1,4	1,0	0,5
Indicizzazione Pensioni		0,6	1,5
Allineam. Contrib. Donne	0,2	0,5	1,0
Revisione Pensioni Guerra	0,2	0,3	0,3
Pensioni Reversibilità (Flussi)			0,1
Totale spending review	7,0	18,1	33,9

Tabella 19 - Piano Cottarelli per la Spending Review

Fonte: http://revisionedellaspesa.gov.it/export/sites/revisionedellaspesa/documenti/PRIME_PROPOSTE_PER_UNA_REVISIONE_DELLA_SPESA_xfinal.pdf

Come è possibile osservare dalla tabella 19, l'applicazione del piano di spending review del professor Cottarelli permette un risparmio di risorse pubbliche in tre esercizi pari a 59 miliardi di euro. In particolare i tagli più significativi per ogni macrocategoria risultano essere nell'efficientamento diretto la riduzione di spese attraverso il cambiamento strutturale dei nuovi contratti effettuati dallo Stato per beni e servizi (pari a 10,3 miliardi in tre anni), nelle riorganizzazioni la riduzione di spese attraverso la razionalizzazione dei centri di elaborazioni

dati dell'Amministrazione Centrale (pari a 3,6 miliardi in tre anni), nei costi della politica la riduzione di spese attraverso il taglio degli Organi Costituzionali e a rilevanza costituzionale (pari a 1,1 miliardi in tre anni), nei trasferimenti inefficienti la riduzione di spese attraverso il taglio dei trasferimenti alle imprese da parte dello Stato (pari a 4,8 miliardi in tre anni) e infine nelle spese settoriali il taglio di quelle previste per la difesa (pari a 4,4 miliardi in tre anni). In conclusione, l'attuazione di questo piano comporta un risparmio di risorse pubbliche pari a 7 miliardi nel 2020, 18,1 miliardi nel 2021 e 33,9 miliardi nel 2022 che porta a un miglioramento del saldo di avanzo primario. Tuttavia, questa misura da sola non è sufficiente per l'attuazione del progetto di ristrutturazione teorizzato e per questo motivo sono necessarie ulteriori manovre.

Un aggiuntivo recupero di risorse può essere ottenuto dalla lotta all'evasione fiscale infatti, le entrate derivanti dalle attività di accertamento sono considerevoli, basti pensare che nel 2019 l'Agenzia delle Entrate ha recuperato 19,9 miliardi di imposte non versate, in aumento rispetto all'esercizio 2018 dove la cifra risultava pari a 19,2 miliardi di euro, ma comunque inferiore all'ammontare recuperato nel 2017 pari 20,1 miliardi.⁴⁸ Con un rafforzamento delle attività di controllo sulle dichiarazioni e sulle attività economiche risulta possibile un ulteriore recupero di risorse stimato rispettivamente a 20,5 miliardi nel 2020, 21 miliardi nel 2021 e 21,5 miliardi nel 2022.

Al fine di migliorare ulteriormente l'avanzo primario si prevede inoltre una revisione delle spese iscritte alla voce di conto capitale nella Legge di Bilancio 2020-2022. In particolare, per gli esercizi 2020 e 2021 si procede alla integrale eliminazione delle voci di spesa che riguardano i contributi agli investimenti all'estero, gli altri trasferimenti in conto capitale e l'acquisizione di attività finanziarie mentre, per quanto riguarda le rimanenti poste, poiché il saldo di avanzo primario non risulta ancora soddisfacente nei primi due anni, si procede a un dimezzamento delle spese inerenti agli investimenti fissi, ai contributi dati alle Amministrazioni Centrali, Amministrazioni Locali e imprese mentre i contributi alle famiglie e ISP non vengono toccati recuperando così, rispettivamente, 30,9 miliardi nel 2020 e 31,4 miliardi nel 2021. Per l'esercizio 2022 invece, oltre all'integrale eliminazione delle voci di spesa che riguardano i contributi agli investimenti all'estero, gli altri trasferimenti in conto capitale e l'acquisizione di attività finanziarie, poiché il saldo di avanzo primario risulta già adeguato si procede solamente alla riduzione del 25% delle voci di spesa che riguardano i contributi dati alle Amministrazioni Centrali e Locali, permettendo così un recupero di risorse pari a 16 miliardi nel 2022. Sebbene queste spese risultino molto importati per l'esercizio dell'attività dello Stato questi tagli sono

⁴⁸Fonte: <https://24plus.ilsole24ore.com/art/recuperati-quasi-20-miliardi-come-cambiera-lotta-all-evasione-fiscale-ADAb1jU>

necessari per il raggiungimento di una razionalizzazione della spesa e di un miglioramento dei saldi di avanzo primario.⁴⁹

Valori in milioni di Euro	L.B. 2020 cassa	L.B. 2021 cassa	L.B. 2022 cassa
Entrate tributarie *	486.409	513.847	527.504
Entrate extra-tributarie	56.126	53.428	56.957
ENTRATE FINALI	542.535	567.275	584.461
Spese correnti (netto interessi)	545.193	549.732	548.836
Interessi	76.732	76.590	72.584
Spese c. capitale	50.638	51.830	51.811
SPESE FINALI	672.563	678.152	673.230
AVANZO PRIMARIO PRE RIFORME	-53.296	-34.287	-16.185
Spending review	7.000	18.100	33.900
Recupero di evasione fiscale	20.500	21.000	21.500
Tagli alle spese in conto capitale	30.911	31.405	15.965
AVANZO PRIMARIO POST RIFORME	5.115	36.218	55.180

Tabella 20 - Avanzo primario antecedente e successivo alle riforme. Previsione per cassa 2020-2022

(*) Le previsioni di Entrata risultano al netto della quota da destinare a UE.

La tabella 20 analizza il saldo di avanzo primario precedente alle riforme e quello successivo alle riforme per il triennio 2020-2022 come si può notare, da una situazione di disavanzi si passa a una situazione di saldi positivi nello specifico di 5.115 milioni nel 2020, di 36.218 milioni nel 2021 e di 55.180 milioni nel 2022 inoltre, ai fini della modellizzazione teorica, in questo elaborato si assume che l'avanzo primario dell'esercizio 2022 sia quanto realizzato dallo Stato nei successivi esercizi.

Valori in milioni di Euro	2020 cassa	2021 cassa	2022 cassa
AVANZO PRIMARIO	5.115	36.218	55.180
AMMONTARE DESTINATO ALLA SPV	5.012	35.493	54.077
AMMONTARE RESTANTE NELLE CASSE DELLO STATO	102	724	1.104

Tabella 21- Destinazione dell'avanzo primario. Previsione per cassa 2020-2022

La tabella 21 riporta la destinazione dell'avanzo primario generato in ogni esercizio tra la società veicolo e lo Stato come ricordato in precedenza, il 98% dell'avanzo viene destinato alla società "Avvenire Italia S.p.a." per il pagamento del debito pubblico scorporato dai bilanci statali e conferito alla SPV mentre il restante 2% rimane nelle casse dello Stato.

⁴⁹ I tagli di spesa sono stati realizzati al netto delle risorse che l'Italia otterrà dal Recovery Fund, pari a 208 miliardi, che potranno essere utilizzate per l'attuazione di investimenti e riforme.

Le partecipazioni statali conferite alla SPV

Lo Stato detiene 29 partecipazioni dirette di maggioranza o di controllo di società quotate, società con strumenti finanziari quotati e società non quotate attraverso il Ministero dell'Economia e delle Finanze.⁵⁰ Ai fini della modellizzazione teorica, questo elaborato prevede la cessione di una parte delle partecipazioni dirette statali alla società "Avvenire Italia S.p.a." la quale procede ad una loro successiva privatizzazione al solo e unico scopo di rendere maggiormente solvibile il debito pubblico accollato alla SPV.

Valori in milioni di Euro	ATTIVITA' SOCIALE	QUOTA CEDUTA	VALORE CESSIONE
SOCIETA' QUOTATE (*)			
Banca Monte Paschi di Siena spa	Banca commerciale	100%	1.072
Enav spa	Gestione traffico aereo	100%	1.023
Enel spa	Servizio elettrico ed energetico	11,87%	2.161
Eni spa	Petrochimico	100%	1.205
Leonardo spa	Aerospaziale	100%	994
SOCIETA' CON STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI (**)			
Amco spa	Gestione crediti deteriorati	100%	1.823
Invitalia	Investimenti in settori innovativi	100%	753
Fs	Trasporto ferroviario	49%	20.503
Rai	Emittente televisiva e radiofonica	100%	387
SOCIETA' NON QUOTATE (**)			
Arexpo spa	Valorizzazione e sviluppo dell'area expo	100%	45
Consap	Servizi assicurativi	100%	144
Eur spa	Immobiliare	100%	589
Gse	Sviluppo energie rinnovabili	100%	71
Invimit Sgr	Immobiliare	100%	10
Istituto luce	Studi cinematografici	100%	14
Mefop	Fondi pensionistici	100%	4
Ram	Rete autostradale	100%	3
Sogei	Information technology	100%	161
Sogesid spa	Ingegneria "in house providing"	100%	56
Sogin	Impianti nucleari e gestione rifiuti radioattivi	100%	54
Sose	Analisi strategica dati tributari ed economici	100%	5
STMicroelectronics	Fabbricazione di componenti elettronici	100%	353
Studiare sviluppo srl	Supporto e valutazione politiche pubbliche	100%	1
TOTALE PRIVATIZZAZIONI			31.429

Tabella 22- Le partecipazioni statali conferite ad "Avvenire Italia S.p.a." e il loro valore di realizzo

(*) Il valore di cessione è stato calcolato considerando la capitalizzazione di borsa ai valori di chiusura del 07/09/2020.

(**) Il valore di cessione è stato calcolato considerando il valore contabile del patrimonio netto iscritto a bilancio.

⁵⁰ Fonte: http://www.dt.mef.gov.it/it/attivita_istituzionali/partecipazioni/elenco_partecipazioni/

La tabella 22 contiene le partecipazioni che vengono trasferite alla società “Avvenire Italia S.p.a.”, la colonna “Quota ceduta” indica la quota di partecipazione detenuta dallo Stato trasferita alla SPV mentre, la colonna “Valore di cessione” riporta il valore stimato di realizzo per la SPV dalla successiva vendita di tali partecipazioni. L’operazione che comporta maggiori entrate per la SPV risulta essere la privatizzazione di una quota di Ferrovie dello Stato italiane S.p.a. la quale è detenuta al 100% dal Ministero dell’Economia e delle Finanze, in questo caso lo Stato conferisce il 49% della quota detenuta alla SPV, rimanendo comunque azionista di maggioranza al 51%, permettendo comunque alla società veicolo di ottenere un flusso di cassa in entrata considerevole, pari a 20.503 milioni. Con riferimento alle società quotate, le operazioni che generano i maggiori flussi di cassa derivano dalla cessione del 11,87% delle quote in Enel S.p.a., su un totale partecipazione dello Stato del 23,59%, e del 100% delle quote in Eni S.p.a., su un totale partecipazione dello Stato del 4,34%, che generano rispettivamente un incasso di 2.161 milioni e 1.205 milioni.⁵¹ Per le società non quotate l’operazione che genera il maggior flusso di cassa risulta essere la privatizzazione dell’100% delle quote in Eur S.p.a., pari al 90% del capitale sociale, che permette alla società “Avvenire Italia S.p.a.” di ottenere un flusso di 589 milioni. In conclusione, il processo di conferimento di queste partecipazioni statali nella SPV e la loro successiva vendita permette alla società veicolo di ottenere una somma in entrata pari a 31.429 milioni, che verrà utilizzata negli esercizi 2020 e 2021 per adempiere alla proposta prevista di concordato preventivo con continuità aziendale. Sebbene l’importo delle entrate derivanti dal processo di privatizzazione sia considerevole, tale risultato risulta raggiungibile in quanto gli importi più significativi derivano dalla cessione di società quotate e dalla cessione del 49% di Ferrovie dello Stato italiane S.p.a. società il cui management, già da diverso tempo, sta valutando la possibilità della quotazione in Borsa.⁵² Inoltre la valutazione delle partecipazioni statali nelle società non quotate è stata calcolata secondo un metodo prudenziale ovvero attraverso il valore contabile del patrimonio netto. Infatti se si fosse applicato il metodo di valutazione secondo i multipli dell’EBITDA e della posizione finanziaria netta tale valore sarebbe risultato considerevolmente più alto.⁵³

⁵¹ Lo Stato continua ad avere una partecipazione considerevole in Eni S.p.a. in quanto Cassa Depositi e Prestiti S.p.a. detiene una partecipazione del 25,76%.

Fonte: http://www.dt.mef.gov.it/attivita_istituzionali/partecipazioni/elenco_partecipazioni/

⁵² Fonte:

https://www.repubblica.it/economia/2017/11/03/news/fs_in_borsa_nel_2019_il_via_libera_dal_nuovo_esecutivo-180132949/

⁵³ Utilizzando un moltiplicatore pari a 7 dell’EBITDA meno la PFN il valore delle società non quotate risulta essere superiore del 47% rispetto a quello indicato nel presente elaborato.

Fonte: https://www.corriere.it/economia/finanza/20_luglio_27/stato-impreses-pesa-piu-111-miliardi-guadagna-meno-9443e35e-cfca-11ea-b6b4-c1fd88d9cdd9.shtml

Il bilancio della SPV

STATO PATRIMONIALE (valori in milioni di euro)			
ATTIVO		PASSIVO	
Partecipazioni	31.429	Debito pubblico	2.409.245
VA avanzo primario	2.637.868	PATRIMONIO NETTO	
		Capitale sociale	260.052
TOTALE ATTIVO	2.669.297	TOTALE PASSIVO	2.669.297

Tabella 23 - Lo stato patrimoniale di "Avvenire Italia S.p.a."

La tabella 23 contiene lo stato patrimoniale semplificato della società "Avvenire Italia S.p.a." al momento della sua costituzione in particolare, con riferimento all'attivo patrimoniale, il valore delle partecipazioni è dato dall'ammontare di partecipazioni che lo Stato ha conferito alla SPV per una loro successiva privatizzazione pari a 31.429 milioni come già riportato alla tabella 22 mentre, il valore attuale dell'avanzo primario pari a 2.637.868 milioni è stato calcolato attualizzando i flussi di cassa in entrata della SPV (pari al 98% dell'avanzo primario annuale) a un tasso di interesse dell'2,00%. I flussi di cassa utilizzati sono stati quelli previsti per il triennio 2020-2022 mentre per gli esercizi successivi si è ipotizzato di mantenere costante il flusso di cassa dell'esercizio 2022 equiparandolo a una rendita perpetua; il tasso di sconto utilizzato è il tasso di interesse medio implicito attuale sul debito pubblico italiano (1,61%)⁵⁴, valore che risente dell'eccesso di liquidità presente nei mercati finanziari e per questo motivo arrotondato al 2,00% ovvero al tasso di inflazione obiettivo della Banca Centrale Europea nel medio-lungo termine. Con riferimento al passivo patrimoniale, il debito pubblico pari a 2.409.245 milioni è quello risultante al 31 dicembre 2019 (come già riportato nel primo capitolo di questo elaborato); infine, il patrimonio netto è stato calcolato come la differenza tra i valori conferiti nell'attivo e nel passivo patrimoniale della SPV.

La proposta di concordato preventivo

Una volta costituita la società "Avvenire Italia S.p.a." il valore nominale del debito pubblico accollato è oggetto di ristrutturazione, modellata sulla base dei flussi di cassa annuali disponibili in capo alla SPV. Essendo la SPV una società di diritto privato, l'amministratore procede alla presentazione al tribunale competente della domanda di ammissione alla procedura di

⁵⁴ Fonte: <https://grafici.altervista.org/tassi-di-interesse-medi-pagati-sul-debito-pubblico-in-italia/#:~:text=Il%20tasso%20medio%20implicito%20su,anno%20precedente%2C%20espresso%20in%20percentuale.>

concordato preventivo con continuità aziendale integrata di proposta, piano di risanamento e attestazione di un professionista. La proposta di concordato presentata, si basa sulla divisione per classi dei creditori realizzata tenendo in considerazione la tipologia di strumenti che compongono il debito pubblico e le tipologie di soggetti che detengono tali strumenti. In particolare, con riferimento alla tipologia di strumenti, sono state realizzate due classi: una comprendente i titoli di Stato italiani e un'altra comprendente i restanti strumenti quali i prestiti e i mutui contratti dallo Stato e i depositi dei cittadini, delle imprese e delle altre istituzioni. Inoltre, sono state create quattro tipologie di classi di soggetti che detengono questi strumenti così identificabili: la Banca d'Italia, le istituzioni finanziarie e monetarie residenti (ovvero gli istituti di credito, le società di investimento che operano con titoli e fondi d'investimento e le società che si occupano della gestione dei risparmi), gli altri residenti (ovvero i cittadini e le imprese italiane che hanno investito in titoli di Stato o che possiedono depositi) e i non residenti (ovvero qualsiasi soggetto non residente in Italia che ha investito in titoli di Stato italiani oppure che ha concesso prestiti allo Stato come ad esempio la Banca Centrale Europea tramite il fondo salva stati ESM).

Valori in milioni di Euro	Titoli Stato	Mutui/Prestiti/Depositi
Banca d'Italia	398.560	4.748
IFM residenti	838.456	268.049
Altri residenti	62.087	77.745
Non residenti	710.158	49.442
TOTALE	2.009.261	399.984

Tabella 24 – Suddivisione delle classi di creditori per detentori e per tipologia di strumenti detenuti

Dati tratti da Banca d'Italia che fanno riferimento alla suddivisione del debito pubblico al 31/12/19.

Fonte: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2020-finanza-pubblica/statistiche_FPI_20200316.pdf

La tabella 24 raffigura la suddivisione delle classi di creditori per detentori e per strumenti detenuti. In particolare, l'esposizione debitoria è costituita principalmente dai titoli di Stato che rappresentano circa l'83% del debito totale; i soggetti che presentano la maggiore posizione creditoria risultano essere gli istituti finanziari e monetari residenti e i non residenti rispettivamente per un importo pari a 1.106.505 milioni e 759.600 milioni. Una volta realizzata la suddivisione per classi, la società veicolo ha realizzato una proposta di ristrutturazione che tenesse in considerazione le differenti caratteristiche di ogni soggetto, quindi la proposta presentata dalla SPV prevede differenti modalità di soddisfacimento delle diverse classi di creditori.

Valori in milioni di Euro	Banca d'Italia	IFM residenti		Altri residenti	Non residenti
Debito originario	398.560	461.151	377.305	62.087	710.158
Haircut	35%	30%	30%	10%	70%
Debito ristrutturato	259.064	322.806	264.114	55.878	213.047
Tipologia titolo	Irredimibile	Irredimibile	Ordinario	Ordinario	Ordinario
Tasso	3,50%	3,50%	2,80%	2,50%	5,00%
Anni			100	100	100
Break-even creditore	44	40	48	40	66

Tabella 25- La proposta di concordato per le classi di creditori detentrici di titoli di Stato

La tabella 25 contiene la proposta di ristrutturazione per i titoli di Stato. A Banca d'Italia viene proposto un haircut del 35% del valore nominale del credito che passa da 398.560 milioni a 259.064 milioni e uno swap tra titoli in suo possesso con titoli di nuova emissione irredimibili che offrono un tasso di interesse del 3,5% a partire dall'esercizio 2020. Agli istituti finanziari e monetari residenti viene offerto un cutoff del 30% del valore nominale del credito che passa da 838.456 milioni a 586.920 milioni e uno swap tra titoli ovvero il 55% del capitale successivo al cutoff viene scambiato con titoli irredimibili che offrono un tasso di interesse del 3,5% dall'esercizio 2020 mentre il restante 45% del capitale viene scambiato con obbligazioni di durata centennale che offrono un tasso di interesse del 2,8%, sempre dall'esercizio 2020. Agli altri residenti viene presentato un haircut del 10% del valore nominale dei crediti che passa da 62.087 milioni a 55.878 milioni e uno scambio con titoli centennali che offrono un tasso di interesse del 2,5% dall'esercizio 2022 infine, ai non residenti viene proposta la perdita più consistente in quanto viene offerto un cutoff del 70% del valore nominale del credito che passa da 710.158 milioni a 213.047 milioni e uno swap con titoli di durata centennale che offrono il 5,00% di tasso di interesse, sempre a partire dall'esercizio 2022. Per tutte le classi di creditori il break-even, inteso come gli esercizi che servono per recuperare il capitale originariamente prestato (debito originario) attraverso le rate previste nel piano, risulta essere inferiore alla durata centennale di tutte le obbligazioni ordinarie proposte e in particolare pari a 48 anni per gli istituti finanziari, 40 anni per i residenti e 60 anni per i non residenti. Con riferimento alle obbligazioni irredimibili il break-even corrisponde a 44 anni per la Banca d'Italia e 40 anni per gli istituti finanziari.

Valori in milioni di Euro	Banca d'Italia	IFM Residenti	Altri residenti	Non residenti
Debito originario	4.748	268.049	77.745	49.442
Haircut	30%	30%	0%	35%
Debito ristrutturato	3.324	187.634	77.745	32.137
Tasso	1,00%	2,00%	1,50%	2,50%
Anni	100	70	30	80
Break-even creditore	91	54	24	53

Tabella 26- La proposta di concordato per le classi di creditori detentrici di altre tipologie di titoli

La tabella 26 contiene la proposta di ristrutturazione presentata ai soggetti che detengono altre tipologie di titoli come prestiti, mutui o depositi. A Banca d'Italia viene proposto un haircut del 30% del valore nominale dei prestiti concessi allo Stato che passa da 4.748 milioni a 3.324 milioni, la restituzione del capitale è prevista in cent'anni al tasso di interesse dell'1% a partire dal 2020. Agli istituti finanziari e monetari residenti viene offerto un cutoff del 30% del valore nominale dei prestiti che passa da 268.049 milioni a 187.634 milioni con una restituzione del capitale in settanta anni al tasso di interesse del 2% dal 2020. Agli altri residenti non viene presentato alcun haircut data la tipologia dei titoli e dei soggetti detentori e viene offerta una restituzione in trenta anni al tasso di interesse del 1,5% dal 2022. Ai non residenti viene proposto un cutoff del 35% del valore nominale dei prestiti che passa da 49.442 milioni a 32.137 milioni con una restituzione in ottanta anni al tasso di interesse del 2,5% a partire dal 2022. Anche in questo caso, il break-even risulta essere inferiore alla durata di tutti piani di ammortamento offerti in particolare la Banca d'Italia recupera il capitale prestato in 91 anni, gli istituti finanziari in 54 anni, gli altri residenti in 24 anni e i non residenti in 53 anni.

Il piano di risanamento

La società "Avvenire Italia S.p.a." per adempiere alla proposta di concordato preventivo sui titoli di Stato emette delle obbligazioni irredimibili, con opzione di riacquisto al valore nominale, che prevedono il pagamento di una cedola annuale pari al tasso di interesse del 3,5% e delle obbligazioni a rimborso ammortizzato, le quali sono una particolare forma di obbligazione in cui la restituzione del capitale prestato avviene in modo periodico nel tempo anziché in un'unica soluzione alla scadenza del titolo (bond bullet) permettendo così alla società emittente la restituzione del capitale in più tranches. In altre parole, la restituzione del capitale viene "ammortizzata" nel tempo, in questo caso l'ammortamento delle obbligazioni è stato effettuato attraverso il metodo delle rate costanti (o ammortamento alla francese) che prevede il pagamento di una rata fissa annuale. Tutte e due le tipologie di obbligazioni sono strumenti finanziari quotati e per questo motivo possono essere liberamente scambiabili nel mercato secondario.

Valori in milioni di Euro	Banca d'Italia	IFM residenti		Altri residenti	Non residenti
Debito originario	398.560	461.151	377.305	62.087	710.158
Haircut	35%	30%	30%	10%	70%
Debito ristrutturato	259.064	322.806	264.114	55.878	213.047
Tipologia titolo	Irredimibile	Irredimibile	Ordinario	Ordinario	Ordinario
Tasso	3,50%	3,50%	2,80%	2,50%	5,00%
Anni			100	100	100
Rata annuale	9.067	11.298	7.894	1.526	10.734
Inizio pagamento	2020	2020	2020	2022	2022
Break-even creditore	44	40	48	40	66

Tabella 27- Piano di risanamento per la proposta di concordato circa i titoli di Stato

La tabella 27 riporta il piano di risanamento previsto per la proposta di concordato sui titoli di stato. Per la Banca d'Italia è atteso il pagamento di una cedola annuale di 9.067 milioni a partire dall'esercizio 2020; per gli istituti finanziari e monetari residenti, con riferimento ai titoli irredimibili, è previsto il pagamento di una cedola annuale di 11.298 milioni dal 2020 mentre, per le obbligazioni ammortizzabili, è attesa una rata annuale e centennale pari a 7.894 milioni dal 2020; per gli altri residenti e i non residenti sono previste rate annuali e centennali pari rispettivamente a 1.526 milioni e 10.734 milioni a partire dall'esercizio 2022.

Per quanto riguarda invece la proposta di concordato prevista per le altre tipologie di titoli, la società "Avvenire Italia S.p.a." ha effettuato una rimodulazione del valore, della durata e del tasso di interesse corrisposto per i prestiti concessi allo Stato italiano in particolare, per il suo adempimento, la società veicolo ha calcolato una rata annuale da corrispondere alle differenti classi di creditori secondo il metodo di ammortamento alla francese (ovvero rata fissa).

Valori in milioni di Euro	Banca d'Italia	IFM Residenti	Altri residenti	Non residenti
Debito originario	4.748	268.049	77.745	49.442
Haircut	30%	30%	0%	35%
Debito ristrutturato	3.324	187.634	77.745	32.137
Tasso	1,00%	2,00%	1,50%	2,50%
Anni	100	70	30	80
Rata annuale	53	5.004	3.237	933
Inizio pagamento	2020	2020	2022	2022
Break-even creditore	91	54	24	53

Tabella 28- Piano di risanamento per la proposta di concordato circa gli altri titoli

La tabella 28 riporta il piano di risanamento previsto per la proposta di concordato per gli altri titoli. Per la Banca d'Italia è previsto il pagamento di una rata annuale a scadenza centennale di 53 milioni dal 2020, per gli istituti finanziari e monetari residenti è attesa una rata periodica con scadenza a settanta anni pari a 5.004 milioni a partire dal 2020, per gli altri residenti è previsto

il pagamento di una rata periodica con scadenza a trent'anni pari a 3.237 milioni dal 2022, infine, per i non residenti è atteso il pagamento di una rata annuale con scadenza a ottanta anni pari a 933 milioni dal 2022.

Valori in milioni di Euro	Esercizio 2020	Esercizio 2021	Esercizi 2022 - ...
Avanzo primario destinato alla SPV	5.012	35.493	54.077
Privatizzazioni	30.955	474	-
Entrate di cassa	35.967	35.967	54.077
Uscite di cassa	33.316	33.316	49.746
SALDO TOTALE SPV	2.651	2.651	4.330

Tabella 29- Saldo annuale di cassa previsto per la società "Avvenire Italia S.p.a."

La tabella 29 riporta il saldo totale di cassa previsto per la società "Avvenire Italia S.p.a." nei vari esercizi previsti per l'attuazione del piano. In particolare, con riferimento alle partecipazioni statali conferite alla SPV, le privatizzazioni vengono effettuate quasi interamente nel 2020, questo per coprire le uscite di cassa previste nell'esercizio 2020 per l'attuazione del piano.⁵⁵ Il saldo netto risulta essere positivo tutti gli anni, per i primi due esercizi è atteso un saldo pari a 2.651 milioni mentre dal terzo esercizio in poi è previsto un saldo di 4.330 milioni. In ogni esercizio 15 milioni del saldo annuale vengono utilizzati dalla società veicolo per le spese della gestione ordinaria, quali il pagamento di dipendenti e dirigenti, i costi operativi, le consulenze legali, economiche e finanziarie e l'assistenza sulle possibili azioni giudiziarie. Il restante cash flow operativo annuale viene accantonato in un fondo chiamato "Fondo per il riacquisto delle obbligazioni irredimibili" in particolare, durante i primi 50 anni di attuazione del piano di risanamento, la società veicolo accumulerà i residui all'interno di questo fondo mentre dal cinquantunesimo anno in poi, continuando comunque l'accumulazione di risorse, inizia ad effettuare delle operazioni di riacquisto dei titoli irredimibili partendo da quelli detenuti dagli istituti finanziari e monetari. Il possibile riacquisto di titoli annuale risulta essere pari a 8.806 milioni che permette in 100 anni (51 anni di accumulazione e 49 anni di accumulazione e riacquisto) di acquisire l'intero ammontare delle obbligazioni irredimibili degli istituti finanziari e monetari e 108.694 milioni di titoli irredimibili della Banca d'Italia e di risparmiare 15.082 miliardi di spesa per interessi. Alla scadenza delle obbligazioni centennali quindi, la SPV nel passivo patrimoniale si troverà solamente la restante parte dei titoli irredimibili della Banca d'Italia (valore nominale 150.370 milioni) per i quali potrà essere proposto, ad esempio, uno swap con obbligazioni a scadenza.

⁵⁵ Le uscite di cassa annuali risultano essere la sommatoria delle rate annuali previste per le differenti classi di creditori sociali.

La società “Avvenire Italia S.p.a.” per la realizzazione di una proposta di concordato preventivo credibile e allettante ha tenuto conto di differenti fattori; per prima cosa, sia le obbligazioni irredimibili che quelle ammortizzate, risultano essere molto appetibili nel mercato secondario in quanto, sebbene la società veicolo abbia presentato una proposta di concordato, esse sono implicitamente garantite dallo Stato italiano in quanto il pagamento delle cedole e delle rate annuali sono legate alla cessione di avanzo primario da parte dello Stato stesso e, proprio per questo motivo, i titoli offrono tassi superiori rispetto ai rischi operativi associati. Si ricorda infatti, che poiché il saldo annuale previsto dalla SPV è sempre positivo, il debito può solamente che diminuire. Inoltre, una volta che questi strumenti finanziari vengono quotati in borsa, è probabile che tali titoli subiscano un apprezzamento nel mercato secondario e per questo motivo i detentori di tali obbligazioni possono utilizzarle come strumenti di liquidità attraverso la loro cessione ad altri investitori, riuscendo così anche a recuperare in misura variabile (a seconda della tipologia di classe di creditori considerata) le perdite subite dal haircut realizzato. Le obbligazioni irredimibili sono state offerte alla Banca d’Italia e alle istituzioni monetarie e finanziarie italiane, ovvero a soggetti che non considerano una scadenza indefinita un fattore negativo in quanto essi risultano essere istituzioni di durata permanente inoltre, data l’elevata liquidità di tali titoli, in caso di necessità finanziarie questi strumenti potrebbero essere facilmente collocati sul mercato. Invece, con riferimento ai prestiti, mutui e depositi concessi allo Stato, la SPV ha previsto dei cutoff e delle durate differenti a seconda delle diverse caratteristiche dei creditori in particolare, la Banca d’Italia risulta essere un ente affine allo Stato e per questo motivo da tutelare in minor misura in quanto, comunque, questo soggetto risulta essere solido e più duraturo rispetto alle altre classi di creditori. Con riferimento agli istituti finanziari e monetari italiani e agli altri soggetti residenti si è cercato di limitare le possibili conseguenze economiche e sociali negative di tale concordato prevedendo una durata inferiore e un tasso superiore rispetto a Banca d’Italia. In particolare, per quanto riguarda gli investitori privati domestici, ovvero le imprese e i cittadini italiani, la società “Avvenire Italia S.p.a.” non ha realizzato alcun cutoff e ha previsto una durata di gran lunga inferiore rispetto alle altre classi di creditori in modo da non creare importanti scompensi alla loro capacità di spesa. Ricordo comunque che in caso di successive problematiche e crisi lo Stato italiano potrà in ogni caso intervenire in quanto una percentuale dell’avanzo primario generato rimane nelle casse statali. Con riferimento ai tassi di interesse previsti per le obbligazioni da parte della SPV, il tasso di interesse medio implicito attuale sul debito pubblico italiano è pari al 1,61%,⁵⁶ per

⁵⁶ Fonte: <https://grafici.altervista.org/tassi-di-interesse-medi-pagati-sul-debito-pubblico-in-italia/#:~:text=Il%20tasso%20medio%20implicito%20su,anno%20precedente%2C%20espresso%20in%20percentuale.>

questo motivo i tassi di interesse applicati per le obbligazioni irredimibili e ammortizzate risultano essere ragionevoli per i creditori e per i mercati finanziari inoltre, i tassi previsti per le altre tipologie di titoli, che differiscono a seconda della classe considerata, risultano essere appetibili sia per i creditori sia per il mercato secondario in quanto, i grandi istituti di credito nei depositi e nella raccolta di capitale a lungo termine applicano dei tassi molto bassi o pari allo zero, basti pensare che verso la fine dell'esercizio 2019 alcuni grandi ceti bancari avevano ipotizzato l'applicazione di tassi negativi.⁵⁷

La votazione dei creditori in merito alla proposta di concordato

Una volta presentata la proposta di concordato da parte della società "Avvenire Italia S.p.a." i creditori ammessi devono procedere alla sua votazione. Secondo l'articolo 177 della Legge Fallimentare, il concordato è approvato dai creditori che rappresentano la maggioranza dei crediti ammessi al voto; inoltre dove sono state previste classi di creditori, il concordato è approvato se la maggioranza si verifica anche nel maggior numero di classi. In questo caso, la società veicolo per l'attuazione del piano necessita del voto positivo di un numero di creditori che rappresentano il 51% del debito originario ovvero all'incirca 1.228.715 milioni inoltre poiché la SPV ha previsto, all'interno della proposta, una suddivisione dei creditori in otto classi richiede il voto favorevole di almeno 5 di queste. Per il computo delle maggioranze, data l'elevata consistenza del debito e la localizzazione su scala globale dei soggetti detentori, alla società veicolo risulterà importante anche la percentuale di creditori che non parteciperanno alla votazione e che non invieranno il loro voto entro 20 giorni dalla data dell'adunanza.⁵⁸ In generale, come presentato nei paragrafi precedenti, le classi di creditori in questo concordato sono otto le quali sono state create tendo in considerazione le tipologie di strumenti finanziari e i soggetti detentori di tali titoli. La Banca d'Italia comprende due di queste classi e nel suo complesso rappresenta il 17% del credito totale inoltre, il suo voto positivo risulta certo in quanto questo ente è collegato allo Stato e poiché il Governo ha interesse che questo concordato venga attuato al fine della riduzione dell'esposizione debitoria, la Banca d'Italia voterà sicuramente a favore in tutte e due le classi. Altre due classi sono occupate dagli istituti finanziari e monetari residenti che nel loro complesso rappresentano 46% del credito totale e che quindi risultano essere i creditori che possiedono la maggior quota di debito pubblico, all'interno di queste due classi, si prevede di raggiungere in entrambe un voto affermativo in quanto le condizioni offerte all'interno del piano risultano essere favorevoli in particolare, con riferimento ai titoli di Stato, nonostante i cutoff del 30% previsti questi soggetti recuperano il

⁵⁷ Fonte: <https://www.ilsole24ore.com/art/unicredit-2020-tassi-negativi-depositi-oltre-100mila-euro-ACKT8lq>

⁵⁸ I creditori che non partecipano alla votazione e che non inviano il loro voto per corrispondenza entro 20 giorni dalla adunanza vengono considerati favorevoli alla proposta di concordato.

capitale originariamente prestatato in 40 anni con i titoli irredimibili e in 48 anni con i titoli centennali inoltre, anche con l'altra tipologia di titoli il piano di ammortamento previsto in settanta anni permette a questi creditori di recuperare in 54 anni il capitale nonostante il 30% di cutoff. Infine, i grandi istituti finanziari residenti lavorano a stretto contatto con lo Stato italiano proprio per questo motivo la progressiva riduzione dell'esposizione debitoria dell'Italia comporterà un rilancio dell'economia del Paese della quale beneficeranno anche gli istituti finanziari italiani proprio per queste motivazioni si prevede di ottenere senza difficoltà il voto favorevole della maggioranza. I risparmiatori italiani, identificabili nei cittadini e nelle imprese, ricoprono altre due classi di creditori che nel loro complesso rappresentano il 6% del credito totale, la proposta presentata dalla SPV tiene in considerazione il fatto che essi sono i soggetti più deboli infatti per loro è stato offerto un cutoff del 10% nei titoli di Stato mentre, con riferimento agli altri titoli non è stato previsto alcun haircut e il piano di ammortamento risulta relativamente corto rispetto alle altre classi (30 anni). La proposta dovrebbe riscontrare il parere favorevole di questi creditori in quanto anche per loro vi è il recupero di quanto originariamente prestatato nello specifico in 40 anni con le obbligazioni centennali in 24 anni con il piano di ammortamento a trenta anni ma anche una votazione negativa non costituirebbe un problema per la società in quanto essi ricoprono una percentuale relativamente bassa del totale del credito ammesso. Infine i non residenti occupano le restanti due classi che rappresentano nel loro insieme il 32% dei crediti complessivi, la società veicolo per questa tipologia di creditori ha previsto i cutoff più significativi pari al 70% per i titoli di Stato e il 35% per gli altri titoli ma la proposta risulta comunque appetibile in quanto per bilanciare i pesanti haircut sono stati offerti tassi di interesse più elevati rispetto alle altre classi che permettono comunque di recuperare il capitale prestatato in 66 anni nei titoli centennali e in 53 anni nel piano di ammortamento di ottanta anni. La SPV dovrebbe ottenere la maggioranza anche in queste classi in quanto questi creditori sebbene penalizzati rispetto alle altre classi ottengono un soddisfacimento considerevolmente più alto rispetto alla procedura fallimentare infatti, in quest'ultimo caso si verificherebbe una procedura vuota nel senso che la società veicolo non possiede risorse da liquidare per il pagamento del debito accollato e per questo motivo il debito risulta solvibile solamente con la procedura di concordato e quindi con la cessione annuale da parte dello Stato del suo avanzo primario alla società veicolo. Inoltre, all'interno di questa categoria uno dei principali creditori risulta essere l'Unione europea, la quale sicuramente voterà positivamente all'accordo in quanto dalla risoluzione della problematica dell'eccessivo debito pubblico italiano ne beneficerebbe anche l'Unione stessa inoltre, l'endorsement di tale istituzione potrebbe convincere la maggioranza dei creditori delle due classi a votare a favore della proposta. In generale, la società "Avvenire Italia S.p.a." si aspetta di ottenere il parere

positivo di circa 57% del totale del credito ammesso alla votazione e di almeno sei delle otto classi create e questo anche grazie alla percentuale di tutti i creditori che non parteciperanno alla votazione e che non faranno pervenire per corrispondenza la loro decisione, permettendo così alla società veicolo di iniziare l'attuazione del piano di risanamento che permetterà all'Italia di risolvere definitivamente uno dei suoi più grandi problemi ovvero l'autoalimentazione del debito pubblico.

CONCLUSIONI

Il ricorso all'indebitamento da parte di uno Stato di per sé non è un fattore negativo in quanto, grazie anche a queste risorse, permette l'erogazione di beni e servizi funzionali alla crescita e allo sviluppo dei suoi cittadini oppure di sostenere l'economia nazionale in periodi di crisi.

Infatti i capitali ottenuti dallo Stato, attraverso le imposte e i prestiti, vengono rimessi nelle mani dei cittadini attraverso l'implementazione di politiche di investimento che permettono una crescita economica del Paese e un incremento del benessere e della prosperità dei cittadini stessi anche attraverso strumenti di tutela e assistenza delle fasce più deboli della popolazione. Il problema risulta essere quando lo Stato anziché restituire i capitali prestati genera ulteriore nuovo debito non produttivo. La mancanza di iniziative volte a invertire questo ciclo vizioso porta ad attivare un processo di autoalimentazione del debito pubblico del Paese. Questo è quanto accaduto in Italia dove dopo la montagna di debito pubblico creato negli anni Ottanta, nei successivi decenni la classe politica anziché prevedere delle riforme strutturali volte al rientro progressivo dall'esposizione debitoria, ha continuato a effettuare quello che gli inglesi chiamano "kick the can" ovvero ignorare del tutto la problematica e rinviare la definizione di una soluzione al futuro. Così facendo in Italia è venuto meno il fine ultimo del debito stesso ovvero quello di creare valore e servizi per i cittadini, attualmente infatti il debito risulta essere al servizio dei mercati finanziari nel senso che il nuovo debito emesso e gli eventuali avanzi primari dello Stato servono per ripagare gli interessi sul debito pregresso. Tutto questo fa sì che il continuo ricorso all'indebitamento diventi un furto generazionale nel senso che le future generazioni si troveranno a dover ridurre la pesante esposizione debitoria creata dalle passate generazioni, a discapito del loro benessere e della loro prosperità (il debito pubblico non potrà crescere all'infinito, qualcuno prima o poi dovrà pagarne il conto!).

La proposta di ristrutturazione presentata in questo elaborato si presenta come una sorta di "Patto sociale" tra le differenti parti in causa, ovvero la classe politica e i cittadini dello Stato italiano riconoscono gli errori fino a oggi commessi e si impegnano alla risoluzione della problematica anche attraverso dei sacrifici, dall'altro lato però i mercati finanziari accettano una dilatazione considerevole nel tempo dei loro diritti creditorie e un significativo cutoff del valore del capitale prestatato riconoscendo così la situazione di difficoltà italiana e gli sforzi compiuti dagli italiani per la sua risoluzione. Inoltre tale proposta di ristrutturazione permette allo Stato il proseguo delle sue funzioni permettendo così di evitare una "macelleria sociale" attraverso, ad esempio, la continuazione dell'erogazione di strumenti volti alla tutela e all'assistenza delle fasce più deboli della popolazione ma allo stesso tempo assicurando un

equilibrio in cui ciascuna delle parti in causa sacrifica qualcosa. In questo modo, tra cento anni, il debito pubblico può tornare al suo obiettivo primario ovvero quello di sostenere la crescita e lo sviluppo del Paese attraverso l'implementazione di politiche sociali ed economiche, dove la finanza risulta essere in funzione dello Stato e non viceversa.

Bibliografia

1. Alesina, A., Perotti, R., 1995. "The political economy of budget deficits". IMF Econ Rev 42, N.1, pp. 1-31.
2. Alesina, A., Perotti, R., 1997. "Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects". IMF Econ Rev 44, pp. 210–248.
3. Amighini, A., Blanchard, O., Giavazzi, F., 2014. "Macroeconomia: Una prospettiva europea". Edizione 2014. Bologna: Il Mulino.
4. Banca d'Italia, 2020. "Finanza pubblica: fabbisogno e debito". Disponibile su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2020-finanza-pubblica/statistiche_FPI_20200316.pdf>.
5. Barro, R.J., 1979. "On the determination of the public debt". Journal of Political Economy, 87(5, Part 1), pp. 940-971.
6. Barro, R.J., 1995. "Optimal Debt Management". NBER, Working Paper N. w5327.
7. Batini, N., Eyraud, L., Forni, L., Weber, A., 2014. "Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections". Fiscal Affairs Department, IMF.
8. Bernardini, S., Cottarelli, C., Galli, G., Valdes, C., 2019. "Reducing public debt: the experience of advanced economies over the last 70 years". Luiss, School of European Political Economy.
9. Boldrin, M., De Blasi, C., 10 giugno 2017. "C'è un divorzio e non ho niente da mettere". Disponibile su <<https://www.noisefromamerika.org/articolo/articolo-c-divorzio-non-ho-niente-mettere/>>.
10. Borsa italiana, 2003. "Guida al Piano Industriale". Milano: Borsa Italiana.
11. Bosi, P., 2015. "Corso di scienza delle finanze". Settima edizione. Bologna: Il Mulino.
12. Brunelli, R., 22 luglio 2020. "Tutto quello che c'è da sapere sul Recovery Fund". Agenzia Giornalistica Italiana. Disponibile su <<https://www.agi.it/economia/news/2020-07-22/tutto-quello-che-bisogna-sapere-sul-recovery-fund-9222143/>>.
13. Buchanan, J.M., Musgrave, R.A., 1999. "Public Finance and Public Choice". Fourth printing. Massachusetts London: The MIT Press Cambridge.
14. Buffie, E.E., Berg, A., Pattillo, C., Portillo, R., Zanna, L.F., 2012. "Public Investment, Growth, and Debt Sustainability: Putting Together the Pieces". IMF Working Paper 12/144.

15. Cacciafesta, F., 2013. “Matematica finanziaria (classica e moderna)”. Seconda edizione. Torino: Giappichelli G.
16. Canzoneri, M.B., Cumby, R.E., Diba, B.T., 2001. “Is the Price Level Determined by the Needs of Fiscal Solvency?”. *American Economic Review* Vol.91, N. 5, pp. 1221-1238.
17. Caselli, S., Puato, A., 27 luglio 2020. “Lo Stato nelle imprese? Pesa di più (111 miliardi) e guadagna di meno”. *Corriere della Sera*. Disponibile su https://www.corriere.it/economia/finanza/20_luglio_27/stato-impreses-pesa-piu-111-miliardi-guadagna-meno-9443e35e-cfca-11ea-b6b4-c1fd88d9cdd9.shtml.
18. Cian, M., 2018. “Manuale di Diritto Commerciale”. Seconda edizione. Torino: Giappichelli G.
19. Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, 2017. “Principi per la redazione dei piani di risanamento”. Disponibile su https://commercialisti.it/documents/20182/323701/Principi+Redazione+Piani+Risanamento_180212+3.0-2+NO+REV-2.pdf.
20. Corte dei conti, 2020. “Decisione sul rendiconto generale dello Stato 2019”. Disponibile su <https://www.corteconti.it/Download?id=6e89a16d-79f9-49fe-b87f-bf798a813598>.
21. Cottarelli, C., 2014. “Proposte per una revisione della spesa pubblica (2014-2016)”. Disponibile su http://revisionedellaspesa.gov.it/export/sites/revisionedellaspesa/documenti/PRIME_PROPOSTE_PER_UNA_REVISIONE_DELLA_SPESA_xfinalex.pdf.
22. Cottarelli, C., Jaramillo, L., 2012. “Walking hand in hand: Fiscal Policy and Growth in Advanced Countries”. *IMF Working Paper* 12/137.
23. Cremonesi, C., 2019. “Who are the foreign investors in Italian government debt? A breakdown by geography and institution”. *Unicredit Strategy Research*.
24. Cruces, J.J., Trebesch, C., 2013. “Sovereign Defaults: The Price of Haircuts”. *American Economic Journal: Macroeconomics* Vol.5, N.3, pp. 85-117.
25. Davi, L., 9 ottobre 2019. “Unicredit, dal 2020 tassi negativi sui conti “ben oltre” i 100 mila euro”. *Il Sole24ore*. Disponibile su <https://www.ilsole24ore.com/art/unicredit-2020-tassi-negativi-depositi-oltre-100mila-euro-ACkT8Iq>.
26. De Blasi, C., 8 maggio 2017. “Italia e debito: una storia d’amore”. Disponibile su <https://www.noisefromamerika.org/articolo/articolo-italia-debito-storia-amore/>.

27. Domenicantonio, F., 2005. “Lineamenti dell’evoluzione del debito pubblico in Italia (1861-1961)”. Versione rivista della relazione presentata al III Seminario CIRSFI (Centro Universitario per la Ricerca per la Storia Finanziaria Italiana), Debito pubblico e formazione dei mercati finanziari fra età moderna e contemporanea, presso la Facoltà di Economia dell’Università di Cassino il 15 e 16 ottobre 2004.
28. Escolano, J., 2010. “A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates”. Fiscal Affairs Department, IMF.
29. Franco, E., 2015. “La ristrutturazione del debito pubblico italiano”. Tesi di laurea magistrale in Economia e Diritto, Università degli Studi di Padova, Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali “Marco Fanno”.
30. Galli, E., Padovano, F., 2005. “Sustainability and Determinants of Italian Public Deficits before and after Maastricht”. CESifo working paper n.1391.
31. Galli, G., 25 novembre 2018. “Il divorzio fra Banca d’Italia e Tesoro: teorie sovraniste e realtà”. Osservatorio conti pubblici italiani. Disponibile su <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-il-divorzio-fra-banca-d-italia-e-tesoro-teorie-sovraniste-e-realta#:~:text=Secondo%20alcune%20versioni%20delle%20teorie,debito%20pubblico%20negli%20anni%20ottanta.>>.
32. Giavazzi, F., Spaventa, L., 1988. “High Public Debt: The Italian Experience”. Cambridge: Cambridge University Press.
33. Giavazzi, F., Spaventa, L., 1989. “Italy: The Real Effects of Inflation and Disinflation”. Economic Policy, Vol.4, N.8, pp. 133-171.
34. Greco, L., 2015. “Introduzione all’Economia del Debito Pubblico”. Working Paper Università degli Studi di Padova Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali “Marco Fanno”, Dicembre 2015.
35. Istat, 2020. “Pil e indebitamento AP. Prodotto interno lordo, indebitamento netto e saldo primario delle Amministrazioni pubbliche”. Disponibile su [<https://www.istat.it/it/files/2020/03/Pil-Indebitamento-Ap.pdf>](https://www.istat.it/it/files/2020/03/Pil-Indebitamento-Ap.pdf).
36. Marro, E., 27 novembre 2019. “Debito pubblico: dal Giappone alle Cayman, chi possiede i nostri BTp all’estero”. Il Sole24ore. Disponibile su [<https://www.ilsole24ore.com/art/debito-pubblico-giappone-cayman-chi-possiede-nostri-btp-all-estero-ACz6Swz>](https://www.ilsole24ore.com/art/debito-pubblico-giappone-cayman-chi-possiede-nostri-btp-all-estero-ACz6Swz).
37. Mauro, P., Zilinsky, J., 2016. “Reducing Government Debt Ratios in an Era of Low Growth”. The Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 16-10.

38. Mazzoncini, R., 3 novembre 2017. “Fs: Frece in Borsa nel 2019, il via libera dal nuovo parlamento”. La Repubblica. Disponibile su https://www.repubblica.it/economia/2017/11/03/news/fs_in_borsa_nel_2019_il_via_libera_dal_nuovo_esecutivo-180132949/.
39. Ministero dell’Economia e delle Finanze, 2020. “Bilancio semplificato dello Stato per il triennio 2020-2022”. Disponibile su http://www.rgs.mef.gov.it/_Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Bilancio_di_previsione/Bilancio_semplificato/Marzo-2020/LB_2020-2022.pdf.
40. Ministero dell’Economia e delle Finanze, 2020. “Rendiconto generale della amministrazione dello Stato per l’esercizio finanziario 2019 – Relazione illustrativa”. Disponibile su http://www.rgs.mef.gov.it/_Documenti/VERSIONE-I/attivita_istituzionali/formazione_e_gestione_del_bilancio/rendiconto/conto_del_bilancio_e_conto_del_patrimonio/conto_del_bilancio/2019/relazione_illustrativa/Relazione_al_rendiconto_2019.pdf.
41. Missale, A., 1999. “Public Debt Management”. Oxford: Oxford University Press.
42. Missale, A., Blanchard, O., 1994. “The Debt Burden and Debt Maturity”. *American Economic Review*, 84-1, pp.309-319.
43. Mobili, M., Parente G., 1 giugno 2020. “Recuperati quasi 20 miliardi. Come cambierà la lotta all’evasione fiscale”. *Il Sole24ore*. Disponibile su <https://24plus.ilsole24ore.com/art/recuperati-quasi-20-miliardi-come-cambiera-lotta-all-evasione-fiscale-ADAb1jU>.
44. Monacelli, T., 31 marzo 2020. “Tre opzioni per sostenere l’economia”. Disponibile su <https://www.lavoce.info/archives/64886/tre-opzioni-per-sostenere-leconomia/>.
45. Monacelli, T., 15 aprile 2020. “Mes o coronabond sempre debito è”. Disponibile su <https://www.lavoce.info/archives/65629/mes-o-coronabond-sempre-debito-e/#:~:text=%C3%88%20vivo%20il%20dibattito%20che,di%20spuntare%20una%20trippla%20concessione.>>.
46. Morlacchi, A., 2014. “Manuale di scienza delle finanze”. Undicesima edizione. Napoli: Simone.
47. Moro, A., 13 maggio 2012. “Come abbiamo usato la riduzione delle spesa per interessi?”. Disponibile su <https://www.noisefromamerika.org/articolo/articolo-come-abbiamo-usato-riduzione-spesa-interessi/>.
48. Paolo, P., 13 marzo 2020. “Tassi di interesse medi pagati sul debito pubblico in Italia (1980-2019)”. Disponibile su <https://grafici.altervista.org/tassi-di-interesse-medi-pagati-sul-debito-pubblico-in-italia/>.

49. Prometeia, 2019. “Qual è la quota del debito pubblico detenuto dalle istituzioni europee e perché è così importante?”. Working Paper Prometeia Macro Data Viz.
50. Romano, B., 21 luglio 2020. “Accordo sul Recovery Fund: 390 miliardi di sussidi e 360 di prestiti. Prima volta debito in comune. Italia, uso dei fondi sotto la lente”. Il Sole24ore. Disponibile su <<https://www.ilsole24ore.com/art/accordo-recovery-fund-prima-volta-debito-ue-comune-italia-uso-fondi-sotto-lente-ADkl2Wf>>.
51. Tedoldi, L., 2015. “Il conto degli errori”. Edizione digitale. Roma: Laterza.
52. Woodford, M., 1998. “Public Debt and the Price Level”. Princeton University Working Paper.

Sitografia

1. <https://www.altalex.com>
2. <https://www.borsaitaliana.it>
3. <https://www.brocardi.it>
4. <https://www.cerved.com>
5. <https://www.mef.gov.it>
6. <http://www.rgs.mef.gov.it>
7. <https://www.youtube.com>

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

Firma dello studente