

DECENTRAMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA E
FINANZIAMENTO DEGLI INVESTIMENTI PUBBLICI.
PROPOSTE PER UN MERCATO DEL DEBITO PUBBLICO LOCALE

LUCIANO GRECO e DAVIDE IACOVONI

pubblicazione internet realizzata con contributo della



società italiana di economia pubblica

dipartimento di economia pubblica e territoriale – università di Pavia

Decentramento della finanza pubblica e finanziamento degli investimenti pubblici

Proposte per un mercato del debito pubblico locale

Luciano Greco* e Davide Iacovoni**

Settembre 2002, Versione Preliminare
(non citare)

Abstract

Il processo di decentramento in atto nel nostro Paese comporta una serie di cambiamenti importanti nella struttura del finanziamento degli investimenti pubblici locali, realizzando una sorta di *disintermediazione del settore statale* rispetto alla provvista finanziaria degli enti decentrati. Si apre una prospettiva nuova di ricorso al mercato (sia bancario che finanziario) da parte degli enti decentrati. Questa prospettiva comporta una serie di opportunità ma anche di rischi sia di natura microeconomica che sistemici. Dopo aver analizzato queste problematiche e gli aspetti tecnici relativi alla creazione di un mercato dei titoli pubblici locali, il lavoro propone un modello di sviluppo di tale mercato basato su tre *canali di finanziamento* degli enti decentrati: l'emissione diretta di titoli pubblici, la contrazione di mutui bancari, il ricorso alla Cassa Depositi e Prestiti per quegli enti che vengano esclusi dalle condizioni relativamente vantaggiose presenti sul mercato. L'obiettivo della liquidità del nuovo mercato dei titoli per il finanziamento pubblico locale viene perseguito mediante la *standardizzazione istituzionale* delle modalità di emissione da parte degli enti e delle banche (che finanziano i mutui agli enti locali con *covered bonds*), e la *standardizzazione finanziaria*, ottenuta attraverso un *fondo di garanzia* nazionale finalizzato ad armonizzare il rischio finanziario dei titoli emessi dai vari enti e dalle banche.

* CRIEP, Università degli Studi di Padova

** Dipartimento del Tesoro, Ministero dell'Economia e delle Finanze

1. Introduzione

Nel corso dell'ultimo decennio, due sono stati i principali fattori di evoluzione della finanza pubblica italiana: risanamento e decentramento. Le ragioni alla base di quest'ultimo fenomeno si inseriscono in un quadro politico ed economico internazionale di riassetto dei rapporti economici e sociali a partire dal concetto (politico prima che economico) della *sussidiarietà*. In Italia, la ricerca di maggiore responsabilizzazione politico-finanziaria ed il perseguimento di condizioni di maggiore trasparenza nella conduzione della politica fiscale sono stati i fattori di riforma che hanno spinto verso un graduale superamento del sistema di *finanza derivata* – istituito all'inizio degli anni '70 e informato a criteri di accentramento del potere fiscale e decisionale – e la scelta di un modello di *finanza decentrata*. Il percorso, avviato all'inizio degli anni '90 e scandito da diverse innovazioni legislative, nel corso del 2001 è stato definitivamente sanzionato con la riforma del Titolo V della Costituzione repubblicana.

Sebbene la quota della spesa decentrata sul totale della spesa pubblica non sia cambiata sensibilmente nel corso dei vent'anni che corrono dall'entrata a regime del modello di finanza derivata e l'inizio degli anni 2000, la struttura del finanziamento delle competenze decentrate ha subito, invece, una modifica rilevante, concentrata soprattutto nel decennio 1990-2000. Il ruolo dei trasferimenti dal settore statale al sistema degli enti regionali e locali – caratteristico della finanza derivata – si è ridimensionato e ormai una quota rilevante della spesa delle Regioni e degli Enti locali italiani viene finanziata con *risorse proprie*.

Considerato che le Amministrazioni locali continuano a rimanere i principali responsabili della spesa pubblica per investimenti – in misura superiore alla media degli altri paesi europei, il fenomeno, attualmente in corso, di riduzione della finanza di trasferimento, anche nel comparto dei trasferimenti in conto capitale, sta in effetti dando luogo ad una vera e propria *disintermediazione del settore statale* rispetto agli investimenti pubblici (locali). Tale fenomeno si accompagna al più generale processo di *disintermediazione* delle amministrazioni pubbliche rispetto al finanziamento degli investimenti di interesse pubblico: si pensi alla cosiddetta *finanza di progetto* e a tutti gli strumenti di innovazione istituzionale e finanziaria, finalizzati ad attribuire un ruolo più significativo al settore privato per il finanziamento delle opere pubbliche.

La disintermediazione del settore statale, pur in presenza di una generale tendenza al contenimento dell'indebitamento netto complessivo (per far fronte ai vincoli del Patto di stabilità e crescita dell'Unione monetaria europea), dovrebbe portare, con elevata probabilità, ad un incremento del peso del debito delle Amministrazioni locali su quello delle Amministrazioni pubbliche, conferendo alla finanza pubblica italiana un assetto in linea con quello vigente in paesi già dotati di consolidata fisionomia federale¹.

Oltre che per effetto della riduzione dei trasferimenti agli enti decentrati, la disintermediazione del settore statale nel finanziamento degli investimenti pubblici locali sta iniziando a manifestarsi² anche attraverso un progressivo ridimensionamento della massa di mutui a medio e lungo termine concessi dal settore statale stesso³. Non solo dunque aumenta il debito delle Amministrazioni locali, ma aumenta anche il peso delle passività accumulate da questi soggetti nei confronti del mercato finanziario.

È evidente, tuttavia, che un siffatto processo di *espansione e ricomposizione del debito* delle Amministrazioni locali rischia di produrre significative perdite di efficienza per il sistema della finanza pubblica nel suo complesso, nella misura in cui questi soggetti pubblici attualmente non possono avvalersi di un apparato tecnico-istituzionale che li ponga nelle condizioni di trarre effettivi benefici dal processo in oggetto.

Durante gli anni '90, i paesi europei con un assetto della finanza pubblica maggiormente decentrato hanno introdotto importanti innovazioni per accompagnare la più generale progressiva ricomposizione della struttura delle passività pubbliche verso gli intermediari finanziari e il mercato. Alcuni paesi, tra cui la Germania, la Francia e la Spagna, parallelamente allo sviluppo dei titoli di debito emessi direttamente dagli enti decentrati, hanno puntato allo sviluppo di mercati di titoli bancari garantiti da prestiti a tali enti pubblici (cosiddetti *covered bonds*), mediante una serie di innovazioni legislative e istituzionali. In alcuni casi, come quello tedesco, lo sviluppo del mercato di tali titoli è stato tale che essi

¹ In Germania, ad esempio, il debito pubblico locale rappresenta già attualmente circa un quarto dello stock totale esistente (cfr. Salvemini M.T. (2002), *Il Credito agli Enti Locali in Italia e in Europa*. EDIBANK, pp. 25 e 29).

² Si tratta di una tendenza ancora agli inizi, ma che presenta una forte dinamica: la copertura in titoli obbligazionari del debito delle Amministrazioni locali passa dall'1,2 % del 1996 al 18,9 % del 2000 (nostra elaborazione su dati Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2000*, tav. aC4, p. 124-125).

³ In Italia, essenzialmente attraverso la Cassa Depositi e Prestiti che, a sua volta, si finanzia con il risparmio postale.

vengono ormai percepiti alla stregua di *titoli di stato*, sia dal punto di vista del merito di credito che della liquidità⁴.

Anche a partire da queste esperienze, si deve sottolineare l'opportunità di accompagnare il processo di decentramento delle responsabilità di finanziamento, in atto nel nostro Paese, con riforme che accrescano l'*efficienza dei canali di finanziamento*. Infatti, l'efficienza finanziaria, da un lato, consente agli enti decentrati (ormai sempre più responsabili sul piano fiscale) di formulare correttamente le proprie valutazioni del *costo-opportunità del finanziamento* con debito, dall'altro, riduce tale costo-opportunità grazie ad un'*offerta finanziaria più competitiva* da parte di intermediari e mercati.

La struttura geografica e le trasformazioni della finanza pubblica italiana inducono a riflettere su un ulteriore aspetto del processo di disintermediazione del settore statale rispetto alle politiche locali di investimento. La sperequazione territoriale delle basi imponibili, unita all'operare di un sistema finanziario competitivo e ai meccanismi istituzionali di salvaguardia della solvibilità degli enti decentrati, determina un rilevante *rischio distributivo*. La sperequazione territoriale della capacità fiscale e, quindi, delle potenzialità di indebitamento pongono necessariamente in capo al settore statale la responsabilità di garantire *politiche di perequazione finanziaria e di sviluppo*. Accanto a queste politiche inoltre sarà indispensabile porre in essere meccanismi che limitino quanto più possibile il fenomeno di *cream skinning* che, certamente, caratterizzerà il funzionamento del mercato del debito pubblico locale.

Coerentemente con queste riflessioni, in questa sede viene proposto un modello di riassetto complessivo della finanza pubblica locale, che tenga conto di alcuni importanti aspetti dell'assetto attuale – quando questi sono ancora ritenuti idonei per il conseguimento degli obiettivi di equità ed efficienza sopra richiamati – e degli interventi normativi introdotti nell'ultimo decennio, per favorire il consolidamento del ruolo dei titoli obbligazionari emessi direttamente o tramite il settore bancario da regioni, province e comuni. Il modello proposto risponde anche all'esigenza di evitare che lo sviluppo della finanza locale dia luogo a processi di instabilità macroeconomica e determini distorsioni sul mercato finanziario e creditizio.

Attualmente il modello della finanza pubblica locale è basato prevalentemente sul ruolo della Cassa Depositi e Prestiti, in quanto erogatore di mutui concessi a uguali condizioni a tutti gli enti decentrati, e su quello delle banche commerciali che invece concedono mutui a condizioni legate allo stato di salute finanziaria del mutuatario.

⁴ È questo il caso dei cosiddetti *Jumbo-Pfandbriefe*.

L'obiettivo di fondo della *riforma* proposta risiede innanzitutto nella *creazione di un mercato dei titoli per il finanziamento pubblico locale* sufficientemente liquido, che consenta agli enti decentrati di disporre di uno strumento di indebitamento realmente alternativo e competitivo rispetto al tradizionale mutuo. A tale scopo è necessario non solo che ciascuna emissione raggiunga un sufficiente *volume in termini nominali* , ma che esse vengano il più possibile *standardizzate a livello nazionale* in quanto a formato scelto dei titoli, modalità di emissione e negoziazione e trattamento fiscale. Gli interventi proposti sono sia di natura normativa, per snellire e semplificare le condizioni di ricorso al mercato obbligazionario da parte degli enti decentrati, sia di natura istituzionale, per attivare processi di coordinamento verticale e orizzontale. Il coordinamento verticale (per esempio, nell'ambito della Conferenza unificata Stato – Regioni – Autonomie locali) è finalizzato a consentire un accesso e una gestione del mercato del debito pubblico locale coordinati con il mercato del debito nazionale e con le politiche macroeconomiche ed a rispondere alle necessità di standardizzazione appena richiamate. Il coordinamento orizzontale tra le singole amministrazioni locali consentirà di risolvere il problema della scala minima efficiente per ricorrere al mercato obbligazionario.

A tal proposito, il modello proposto prevede un nuovo ruolo per gli *enti intermedi* come le province e le regioni, corrispondente alle funzioni già attualmente sviluppate sul fronte della politica di pianificazione territoriale e di investimento. Il rispetto del principio di sussidiarietà e l'opportunità di diversificare le modalità istituzionali e finanziarie di accesso al risparmio consigliano un approccio flessibile senza attribuire ad uno specifico ente (per esempio, la regione) il compito di finanziatore degli enti minori, il che riproporrebbe su scala inferiore il ruolo che tradizionalmente apparteneva al settore statale. Peraltro, nel caso italiano, l'approccio flessibile corrisponde al quadro costituzionale vigente.

Una prima importante innovazione proposta ha la finalità di agevolare la formazione di *consorzi di emissione* ⁵ tra enti con merito di credito diverso e di standardizzare i titoli emessi. Si prevede, in particolare, la costituzione di un *fondo di garanzia* , finanziato mediante contributi degli emittenti commisurati ai rispettivi *rating* . Questa misura di armonizzazione finanziaria dovrebbe rappresentare un ulteriore meccanismo nell'obiettivo di conferire una massa critica sufficientemente elevata a ogni emissione degli enti locali.

⁵ Il termine *consorzio* ha una valenza tecnico-finanziaria e non giuridica (non ci si riferisce quindi soltanto alla forma di associazione tra enti prevista all'art. 31, Dlgs n. 267/00). Diverse possono infatti essere, alla luce della normativa vigente, le modalità di attivazione di un *raggruppamento di enti* finalizzato all'emissione di obbligazioni.

Il secondo obiettivo fondamentale della riforma prevede un'estesa ristrutturazione del coinvolgimento del sistema bancario nella finanza locale mediante l'introduzione di speciali obbligazioni bancarie (cosiddette *covered bond*), garantite specificatamente e separatamente da mutui concessi agli enti territoriali⁶. Nella misura in cui anche queste obbligazioni vengano emesse con sufficienti margini di standardizzazione, è possibile agevolare lo sviluppo di una seconda componente del *mercato* dei titoli per il finanziamento pubblico locale, in competizione con la componente delle emissioni dirette da parte dei consorzi di enti locali ma allo stesso tempo in grado di contribuire all'ampliamento del mercato stesso garantendone, attraverso un allargamento delle opportunità di *trading*, una maggiore liquidità. Infatti, l'armonizzazione del rischio finanziario tra titoli (di tipo *covered*) emessi da istituti di credito e titoli emessi da consorzi di enti locali⁷, consentita dal fondo di garanzia, promuoverà più ampi margini di *sostituibilità* tra i due tipi di strumenti andando ad aumentare lo spessore e la liquidità del mercato del debito locale.

Il nuovo mercato dei titoli per il finanziamento degli investimenti pubblici locali avrà bisogno di una struttura istituzionale, tecnologica e organizzativa in grado di garantire in tutte le circostanze condizioni di ordinato svolgimento delle negoziazioni, alti livelli di liquidità per la maggior parte dei titoli quotati e sistemi di *post-trading* (*clearing* e *settlement*) che assicurino standard adeguati di sicurezza e stabilità dei contratti conclusi. In questo senso sono ritenuti fondamentali alcuni importanti aspetti che hanno caratterizzato l'esperienza del Tesoro italiano nella costruzione del mercato secondario dei titoli di stato nazionali.

Infine, nella costruzione di un mercato efficiente del debito pubblico locale occorre prevedere un meccanismo di intervento in favore degli enti più svantaggiati che, per l'inevitabile l'operare del *cream skinning*, si troverebbero ai margini del nuovo sistema di finanziamento degli investimenti con notevoli rischi di rafforzamento del dualismo economico tra aree sviluppate e depresse del Paese. Per far fronte a questo problema, il nuovo modello di finanziamento degli investimenti deve prevedere un ruolo di garanzia in capo al settore statale sia attraverso politiche di coesione (coordinate a livello europeo), volte a finanziare più massicciamente gli investimenti nelle aree svantaggiate, sia prevedendo un canale di indebitamento *di garanzia* gestito dalla Cassa Depositi e Prestiti.

⁶ Si riprende in parte il modello tedesco dei *Pfandbriefe*.

⁷ Le due tipologie di titoli qui analizzate, infatti, inevitabilmente incorporano rischi talvolta anche largamente sproporzionati, se si pensa che le banche, a fronte dei *covered bonds*, detengono mutui in *pooling*, possibilità preclusa per i singoli consorzi di emissione.

2. Dalla finanza derivata alla finanza decentrata: investimenti pubblici locali e debito degli enti decentrati

Nel corso degli anni '70, emerse, in Italia, un modello inedito (anche sul piano internazionale) di finanziamento degli enti decentrati del settore pubblico: la cosiddetta *finanza derivata*. Sul piano teorico e politico, tra la fine degli anni '60 e l'inizio degli anni '70 si affermò il *paradigma normativo* della centralizzazione – quasi assoluta – delle fonti fiscali e del parziale decentramento del processo della spesa pubblica. Obiettivo preminente di questo modello di finanza pubblica era di contemperare la *programmazione economica e finanziaria* (centrale) con il decentramento della spesa pubblica, in attuazione di un disegno politico di avvicinamento delle istituzioni ai cittadini.

Questo obiettivo fu perseguito in un particolare contesto strutturale dell'economia italiana. La crescita economica del Dopoguerra aveva messo in crisi il sistema della finanza locale. Infatti, per bilanciare l'incremento considerevole del fabbisogno da finanziare per soddisfare i servizi pubblici connessi allo sviluppo dei centri urbani e dei siti industriali, risultavano progressivamente sempre più limitate le entrate proprie degli enti locali, alquanto *rigide* rispetto all'evoluzione del prodotto interno lordo, della spesa per consumi e investimenti privati. A questo *squilibrio strutturale*, si faceva fronte con lo strumento del *mutuo a ripiano*⁸, che consentiva la copertura del *disavanzo economico* degli enti locali.

All'inizio degli anni '70, l'effetto congiunto della tensione tra risorse e impieghi e del finanziamento in *deficit* della spesa corrente locale, configurava già una forte instabilità potenziale della finanza degli enti locali. Pertanto, tra gli obiettivi più o meno espliciti delle *grandi riforme* della finanza pubblica italiana, definite tra la fine degli anni '60 e l'inizio degli anni '70, vi fu certamente quello di risolvere questo crescente squilibrio, nel quadro di una più ampia *razionalizzazione* degli assetti finanziari degli enti del settore pubblico e dell'*ampliamento* della qualità e quantità dei servizi forniti ai cittadini.

Quattro filoni di provvedimenti legislativi contribuirono a generare e caratterizzare il modello di finanza derivata poi consolidatosi negli anni '80: l'istituzione delle regioni ordinarie; la riforma fiscale; il consolidamento della finanza dei comuni e delle province; l'istituzione del sistema sanitario nazionale.

⁸ Introdotta nell'ordinamento finanziario italiano dal DL n. 51/45.

A partire dal 1971, venne data attuazione piena al dettato costituzionale del Titolo V (recentemente modificato⁹), istituendo le regioni a statuto ordinario. Il sistema di finanziamento e il trasferimento delle *funzioni concorrenti* delle regioni ordinarie del 1971-72¹⁰, nonché un secondo trasferimento di *funzioni delegate* del 1975-77¹¹ configurarono immediatamente il sistema regionale in conformità con il paradigma della finanza derivata: il finanziamento della spesa regionale avveniva mediante fondi a carico del bilancio statale il cui meccanismo di copertura, nel corso degli anni, venne più volte rivisto (al fine di adeguarne la consistenza finanziaria).

Tra il 1974 e il 1978, inoltre, la riforma dell'assistenza ospedaliera¹² e, successivamente, l'introduzione del sistema sanitario nazionale¹³ determinarono un incremento considerevole dei volumi di spesa regionale (e delle risorse trasferite alle regioni) ma anche un ulteriore e forte irrigidimento degli spazi di scelta delle autonomie regionali. A partire dal 1978, oltre il 60 per cento della spesa regionale era dedicata alla sanità e soggetta ai vincoli stringenti del sistema sanitario nazionale (le cui scelte cruciali venivano determinate centralmente).

Sempre nella prima metà degli anni '70, venne introdotta la riforma tributaria¹⁴ che attribuiva ampio spazio all'imposizione diretta e ai tributi erariali, sopprimendo contemporaneamente una serie di tributi devoluti agli enti locali e sostituendone il gettito con trasferimenti. La *centralizzazione fiscale* fu ulteriormente accentuata per l'operare della forte inflazione della seconda metà degli anni '70. Dal lato delle risorse fiscali, il valore reale delle entrate erariali registrò tassi di crescita considerevoli, per l'operare del *fiscal drag*. Gli effetti dell'inflazione sul sistema delle autonomie furono di segno diverso. Nel caso del nuovo sistema regionale, per l'operare congiunto della crescita dei tributi erariali – che finanziavano i fondi per i trasferimenti regionali – e dell'agganciamento parziale del finanziamento regionale per i

⁹ La modifica è avvenuta con la legge costituzionale n. 3/01.

¹⁰ La legge n. 281/70 (cd *finanziaria regionale*) delega il Governo ad effettuare il trasferimento delle funzioni stabilite all'art. 117 (vecchia versione) della Costituzione (cui seguirono i DPR nn. 1/72 – 11/72) e definisce il primo modello di finanziamento del sistema delle regioni ordinarie italiane entrato in vigore nel 1972 e riformato per la prima volta dalla legge n. 158/90.

¹¹ La legge n. 382/75 (e il DPR n. 616/77 di attuazione della delega) trasferisce alle regioni ordinarie una serie di funzioni amministrative connesse alle materie indicate dalla Costituzione.

¹² Nel 1974, viene emanata la legge n. 386/74 di riforma dell'assistenza ospedaliera. La spesa per assistenza ospedaliera viene regionalizzata e rappresenta subito circa il 45% della spesa regionale aggregata.

¹³ Nel 1978, viene emanata la legge n. 833/78 che istituisce il sistema sanitario nazionale. Le regioni rappresentano uno snodo istituzionalmente importante del nuovo sistema ma sul piano del meccanismo decisionale il sistema viene progressivamente centralizzato, anche al fine di correggere fenomeni di irresponsabilità finanziaria che caratterizzeranno tutta la vita del nuovo sistema sanitario.

¹⁴ Con la Legge n. 825/71, il Governo venne delegato ad emanare una serie di decreti per dare attuazione alla riforma, includendovi la soppressione di tributi locali e la sostituzione degli stessi con trasferimenti statali.

programmi di sviluppo alla crescita del prodotto interno lordo nominale¹⁵, l'inflazione ebbe l'effetto di migliorare la posizione finanziaria relativa delle regioni proprio nel periodo in cui il *deficit* dello Stato cominciava a crescere (Tabella 1 – Appendice statistica¹⁶). A questa situazione favorevole sul piano finanziario, non corrispondeva tuttavia una reale autonomia: tra la fine degli anni '70 e l'inizio degli anni '80, si consolida la prassi della frammentazione dei fondi di finanziamento regionale (soprattutto per gli investimenti) e di *fine tuning* degli aggregati di finanza regionale in fase elaborazione del *Bilancio dello stato* e della *Legge finanziaria*.

La riforma tributaria¹⁷ aveva, tra l'altro, sostituito i tributi locali – poco elastici rispetto all'evoluzione del PIL e dei consumi, quindi della domanda di servizi pubblici – con trasferimenti erariali la cui crescita era programmata a tassi che sembrarono *sufficientemente* elevati da consentire un *risanamento progressivo*¹⁸ della finanza locale. I tassi di crescita programmati si rivelarono insufficienti e l'effetto dell'inflazione, in questo caso, fu di aggravare la situazione preesistente di tendenziale instabilità della finanza locale: l'indebitamento complessivo degli enti locali raggiunse il 12,84% del PIL nel 1975 (Grafico 4 – Appendice statistica).

La crisi della finanza locale determinò certamente una radicalizzazione del paradigma della finanza derivata, favorendo la *compressione* dell'autonomia (e responsabilità finanziaria) degli enti decentrati, che poi ha caratterizzato la finanza regionale e locale nel corso degli anni '80. All'apice della crisi e in concomitanza con la delega di funzioni che aveva interessato sia le regioni che gli enti locali¹⁹, i cosiddetti *decreti Stammati*²⁰: consolidarono gran parte dello stock di debito degli enti locali in essere fino all'inizio del 1977 – ponendolo a carico diretto

¹⁵ La legge n. 356/76 collegava *parzialmente* la crescita del *Fondo per il programmi di sviluppo regionale* (istituito ex art. 9 della legge n. 281/70) alla crescita del PIL nominale.

¹⁶ La Tabella 1, nell'Appendice statistica, mostra come il saldo complessivo delle Amministrazioni regionali sia sensibilmente positivo nel 1978 in concomitanza con un saldo complessivo (e primario) delle Amministrazioni pubbliche molto negativo. Questa tendenza caratterizza anche gli anni '80.

¹⁷ Il DPR n. 638/72 (in attuazione della delega contenuta nella riforma tributaria – legge n. 825/71) determinava transitoriamente – dal 1973 al 1977 – la sostituzione delle entrate proprie soppresse con trasferimenti di pari entità la cui crescita viene programmata secondo tassi ben superiori a quelli dell'inflazione del 1971 e del 1972.

¹⁸ A tal fine viene anche istituito (con il DPR n. 651/72) un fondo speciale per il risanamento delle finanze comunali e provinciali.

¹⁹ Mediante il già ricordato DPR n. 616/77.

²⁰ Il DL n. 2/77 (cd *Stammati I*) dispone il *consolidamento dei debiti pregressi* (mediante mutui decennali presso la Cassa Depositi e Prestiti, poi finiti a carico dello Stato) e il *divieto di indebitamento a breve termine* e di assunzione di nuovo personale negli enti locali. Il DL n. 946/77 (cd *Stammati II*) rende *permanente* il sistema dei trasferimenti erariali, introduce dei tetti alla spesa degli enti locali (soprattutto nel settore delle spese per il personale), determina un sistema di trasferimenti erariali basato sulla *spesa storica*.

del bilancio dello stato; impedirono l'indebitamento a breve termine e per il finanziamento delle spese correnti; introdussero una serie di vincoli all'evoluzione della spesa; resero permanente il sistema dei trasferimenti erariali, determinati – a partire dal 1978 – secondo il criterio della *spesa storica*.

Il 1977 è l'anno del completamento del sistema della finanza derivata nell'accezione che il termine ha assunto successivamente nella letteratura. Sia nel caso delle regioni che, più marcatamente, nel caso degli enti locali, il modello di finanza derivata non si configurava soltanto per l'associazione tra centralizzazione delle entrate fiscali e decentramento di parte della spesa (quindi per la presenza di un imponente sistema di trasferimenti verticali), quanto piuttosto per il forte controllo esercitato dallo Stato sulle *autonomie* attraverso lo stesso sistema dei trasferimenti unito ad una serie di vincoli amministrativi, che specificavano settori e modalità di impiego dei fondi. La *regolazione annuale* degli aggregati e dei vincoli amministrativi in sede di definizione della politica finanziaria nazionale diventa la prassi all'inizio degli anni '80.

L'incrocio tra concezioni politico-teoriche volte al controllo centralizzato della finanza pubblica e le contingenze finanziarie e fiscali generò dunque (più o meno consapevolmente) il modello della finanza derivata, caratterizzato da un fortissimo accentramento delle entrate – nel 1979, il 94,6% della spesa regionale e il 65,5% di quella locale sono finanziate da trasferimenti erariali (Tabella 2 – Appendice statistica) – e dal decentramento di poco meno di un terzo della spesa pubblica – il peso della spesa delle Amministrazioni locali sul totale delle Amministrazioni pubbliche sale dal 18,5% del 1971 al 30,8% del 1981 per poi oscillare attorno al 27%-28% nel corso degli anni '80 e '90 (Grafico 1 – Appendice statistica).

Nel corso degli anni '80, il dibattito sulla finanza regionale e locale mise in evidenza l'inefficienza del sistema di regolazione centrale degli aggregati finanziari e di indirizzo amministrativo delle scelte decentrate. Il meccanismo del finanziamento in *deficit* della spesa per servizi pubblici locali, vigente fino al 1977, determinò – proprio nella fase di accelerazione della spesa – il verificarsi di sperequazioni territoriali: gli enti che seppero meglio approfittare del sistema dei mutui a ripiano furono quelli con le strutture amministrative più efficienti e avanzate. L'adozione del criterio della spesa storica per determinare e distribuire i trasferimenti erariali, consolidò le sperequazioni territoriali. Gli

interventi della prima metà degli anni '80²¹ tesero a correggere questa distorsione pur secondo una logica fortemente graduale.

Nella seconda metà degli anni '80, si intensifica il processo di erosione del paradigma della finanza derivata. La prassi della regolazione annuale degli aggregati e dei vincoli amministrativi alla gestione degli enti decentrati determinava una compressione eccessiva della autonomia degli enti decentrati e molti studiosi sottolineavano l'esigenza, da più punti di vista teorici e politici, della *programmabilità (certezza)* delle entrate. L'approccio iniziale, per rispondere a questa esigenza, fu la riforma della finanza derivata mediante l'ampliamento del ruolo e del peso quantitativo degli strumenti tributari propri degli enti (nel 1989, il rapporto tra trasferimenti erariali e spesa scende all'87,9% per le regioni e al 51,4% per gli enti locali – Tabella 1 – Appendice statistica). Molti furono gli esperimenti in questo senso nel decennio tra il 1983 e il 1992²². Nel frattempo maturava l'idea di un riassetto globale della materia dei trasferimenti erariali sia regionali che locali che sono il vero nodo della *riforma* della finanza derivata, per raggiungere concretamente l'obiettivo della programmabilità delle entrate e ridare autonomia finanziaria agli enti decentrati, rafforzandone la responsabilità finanziaria e fiscale. Nel 1990, vennero finalmente poste le premesse normative del nuovo modello di finanza degli enti decentrati²³.

La crisi della finanza derivata divenne irreversibile, rispetto alle critiche sostanzialmente riformiste prevalenti negli anni '80, in concomitanza con la crisi generale della finanza pubblica italiana. Il *decentramento senza responsabilità* che, secondo molti, aveva caratterizzato la finanza pubblica dal 1977 al 1992 era correponsabile della crescita incontrollata del *deficit* e del debito dello stato. Lo *shock finanziario* del risanamento impose una revisione profonda non solo dei comportamenti della classe politica nazionale e locale ma anche dei meccanismi istituzionali della finanza pubblica: la riforma strutturale della finanza regionale e locale divenne una delle chiavi del risanamento. Nel 1992, vennero stabilite le basi per la costruzione di un modello alternativo di *finanza decentrata*²⁴. A partire dal 1992, la

²¹ I DL nn. 38/81, 786/81 e 55/83 intervennero a più riprese sulla materia della perequazione della spesa degli enti locali attraverso meccanismi di distribuzione dei trasferimenti.

²² Alcuni esempi sono: la sovrimposta comunale sul reddito dei fabbricati (istituita con legge n. 131/83), l'addizionale provinciale sul consumo di energia elettrica (DL n. 55/83), la tassa per lo smaltimento dei rifiuti solidi urbani (DL n. 66/88), l'imposta comunale per l'esercizio delle arti e delle professioni (DL n. 66/89).

²³ Con la legge n. 158/90 che ristruttura e semplifica i meccanismi di finanziamento (extra sanità) delle regioni. La legge n. 142/90 rivede radicalmente ruolo e funzionamento delle autonomie introducendo di fatto il principio di sussidiarietà, come discrimine per l'attribuzione delle competenze ai comuni.

²⁴ La legge n. 421/92 delega il governo a riformare, tra l'altro, la finanza locale (delega attuata mediante il DLgs n. 504/92) e istituisce l'*imposta comunale sugli immobili*, che diventerà il principale strumento di

materia della finanza regionale e locale diventa un cantiere normativo aperto e in continuo divenire: viene riformato l'ordinamento finanziario e contabile degli Enti locali²⁵; vengono riformati a più riprese i trasferimenti erariali sia degli enti locali²⁶ che delle regioni (che alla fine vengono soppressi e sostituiti con compartecipazioni ai tributi erariali)²⁷ – per adattarli al crescente ruolo in funzione perequativa; vengono decentrati una serie di tributi e create addizionali ai tributi erariali in favore degli enti locali e delle regioni; viene creata una nuova grande imposta regionale (l'*IRAP*) – che sostituisce il gettito di alcuni tributi preesistenti²⁸; vengono eliminati i vincoli di destinazione su tutti i principali trasferimenti e, in ultimo, viene eliminato il fondo sanitario nazionale. Alla costruzione del nuovo modello di finanza decentrata, contribuiscono in maniera decisiva anche le norme che semplificano e, soprattutto, responsabilizzano gli operatori della pubblica amministrazione e gli enti stessi nei confronti dei cittadini, determinando allo stesso tempo un nuovo processo di decentramento amministrativo a costituzione invariata²⁹.

La nascita del modello di finanza decentrata è stata anche pesantemente condizionata nelle sue caratteristiche fondamentali dal processo di risanamento attuato per raggiungere gli obiettivi macroeconomici che condizionavano l'ingresso del Paese nell'UEM e, successivamente, la permanenza nella stessa. Il decentramento delle competenze di spesa o di entrata è stato spesso occasione di riduzione del *deficit* delle Amministrazioni pubbliche, imponendo in questo modo agli enti decentrati il costo politico del risanamento. Contestualmente al decentramento delle responsabilità fiscali e finanziarie si è anche proceduto, a partire dagli anni immediatamente precedenti l'ingresso nell'UEM, a rafforzare il controllo dei flussi di cassa, anche tramite il sistema della *tesoreria unica*. Infine, nel 1998, è stato introdotto il *Patto di stabilità e crescita*³⁰, che definisce un sistema di premi e punizioni finalizzato al controllo della finanza pubblica aggregata entro i limiti posti dal *Patto di stabilità e crescita dell'UEM*.

Alla fine degli anni '90, il modello di finanza decentrata è definitivamente tramontato lasciando spazio ad un nuovo *paradigma*: la finanza decentrata. Nel 1999, il peso dei

finanziamento comunale negli anni successivi. Mediante queste riforme viene data attuazione ai principi contenuti nella legge n. 142/90.

²⁵ DLgs n. 77/95.

²⁶ DLgs n. 504/92, DLgs n. 244/97.

²⁷ DL n. 41/95, legge n. 133/99 (e Dlgs n. 56/00 di attuazione della delega).

²⁸ Legge n. 662/96.

²⁹ Le cd *Bassanini* (leggi nn. 59/97 e 127/97 e decreti legislativi di attuazione delle deleghe) che riformano profondamente i meccanismi della funzione pubblica.

³⁰ Legge n. 448/98.

trasferimenti erariali sulla spesa regionale e degli enti locali scende rispettivamente al 56,7% e al 40,8% (Tabella 1 – Appendice statistica). Sebbene, non si possa affermare che sia stato trovato un nuovo equilibrio istituzionale e finanziario (ampie discussioni sono ancora in corso), sembra di poter affermare che il punto di svolta che sta contribuendo a caratterizzare il modello sia già stato oltrepassato. Si tratta della riforma del Titolo V della Costituzione. L'effetto istituzionale e finanziario della riforma è quello di attribuire agli enti decentrati gli strumenti giuridici per partecipare e condizionare il processo legislativo nazionale nelle materie di competenza regionale³¹. Questa innovazione garantisce al processo di decentramento una accelerazione i cui effetti sono difficilmente calcolabili. Se la destrutturazione della finanza derivata e la costruzione della finanza decentrata sono avvenute per effetto di una elaborazione teorico-politica di segno opposto ma di natura istituzionale simile a quella degli anni '60 e '70 (che aveva portato alla finanza derivata), i nuovi equilibri del *federalismo fiscale* italiano verranno determinati largamente dal gioco delle forze in campo, che la riforma del Titolo V ha contribuito a determinare.

Il passaggio istituzionale e finanziario degli anni '90 non sembra tuttavia aver determinato un cambiamento nel peso relativo degli enti decentrati rispetto al funzionamento della finanza pubblica (come c'era da attendersi visto che ancora non è intervenuta una modifica sostanziale delle competenze decentrate e, difficilmente, gli effetti di efficienza del decentramento si manifestano a livello aggregato). L'introduzione della finanza derivata aveva coinciso con un incremento sostanziale del peso relativo e assoluto del ruolo delle Amministrazioni locali, essenzialmente per effetto dell'introduzione delle regioni ordinarie. Dopo la fase di crescita degli anni '70, i livelli di spesa corrente degli enti decentrati (Grafico 5 – Appendice statistica) si mantengono relativamente stabili in rapporto al PIL. Una cosa analoga si può dire per spesa in conto capitale (Grafico 6 – Appendice statistica), sebbene in presenza di una maggiore varianza di breve periodo. Il peso della spesa delle Amministrazioni locali sul totale delle Amministrazioni pubbliche presenta oscillazioni più marcate che, in larga misura, sono dovute dall'andamento della spesa delle Amministrazioni pubbliche (Grafici 1 e 2 – Appendice statistica).

Un ulteriore elemento che rimane costante nel modello di decentramento italiano, nonostante i cambiamenti relativi alla struttura finanziaria intercorsi tra gli anni '70 e gli anni '90, è relativo alla specializzazione degli enti decentrati nel comparto della spesa in conto capitale

³¹ Rosa F. (2002), "Parlamento e Nuovo Titolo V della Costituzione. Alcuni interrogativi sull'assetto del procedimento legislativo dopo la recente riforma", mimeo.

(Grafico 2 – Appendice statistica): la spesa aggregata delle Amministrazioni locali dopo essere cresciuta oltre il 60% del totale alla fine degli anni '70 oscilla attorno a tale valore fino al 2000; analogamente, nel caso delle Amministrazioni regionali che rimangono tra gli anni '80 e il 2000 attorno al 35% della spesa in conto capitale delle Amministrazioni pubbliche. In particolare, l'incidenza degli investimenti pubblici in senso stretto degli enti locali e regionali cresce stabilmente tra il 1979 e il 1999 (Tabella 2 – Appendice statistica) e, nel caso delle Amministrazioni locali, anche nel corso degli anni '90 (Tabella 3 – Appendice statistica).

A fronte di questa *continuità* sul lato della spesa e sapendo che il processo decisionale degli investimenti pubblici locali è profondamente cambiato tra gli anni '70 e gli anni '90 – nel senso di garantire una più ampia autonomia di scelta alle Amministrazioni locali, è interessante osservare come – nell'era della finanza derivata – vi fosse un sostanziale accentramento non solo delle entrate fiscali ma anche del ricorso al mercato creditizio e finanziario. Coerentemente con la logica fondamentale della finanza derivata, l'obiettivo del controllo sulle variabili macroeconomiche non poteva essere perseguito se non attraverso l'accentramento degli strumenti principali della politica di bilancio. Gli enti decentrati italiani hanno continuato a potersi indebitare verso il sistema bancario anche a cavallo degli anni '80 tuttavia una parte molto qualificante del meccanismo di finanziamento degli investimenti, cresciuta stabilmente nel tempo (anche in anni recentissimi, dopo l'abbandono del paradigma della finanza derivata) è l'indebitamento *interno* al settore pubblico, in particolare verso la Cassa Depositi e Prestiti. A fianco di questa *intermediazione finanziaria pura* del Settore statale rispetto agli enti decentrati, vi era una intermediazione caratteristica del modello di finanza derivata: i *trasferimenti erariali in conto capitale*, con un peso molto rilevante fino ad anni recentissimi (Tabella 3 – Appendice statistica). Questi due strumenti caratterizzavano un modello di *intermediazione statale* nel ricorso al debito a medio e lungo termine per finanziare gli investimenti locali.

Con il venire meno del modello di finanza derivata, cade anche il principio della intermediazione del settore statale per finanziare la spesa per investimenti. Pur essendo una tendenza degli ultimi anni, è già evidente come, parallelamente al processo di costruzione della finanza decentrata italiana, sia in corso un fenomeno di *disintermediazione finanziaria del settore statale* che, compatibilmente con l'esaurirsi delle tensioni del risanamento della

finanza pubblica, dovrebbe manifestare i suoi effetti anche mediante una riduzione progressiva del ruolo della Cassa Depositi e Prestiti³².

3. Le prospettive del quadro di finanza pubblica decentrata: rischi e opportunità

L'assetto attuale della finanza pubblica decentrata presenta una serie di nuove opportunità ma anche alcuni rischi. Il modello di decentramento definito dal Titolo V della Costituzione riprende e consolida le esperienze del decennio passato e offre, in attesa di meccanismi istituzionali *definitivi*, un sistema di cooperazione verticale tra Stato e enti decentrati che è l'unico strumento di *governance* del processo di decentramento in atto³³.

Sul piano strettamente finanziario, la prospettiva della finanza pubblica italiana è, ancora per diversi anni, quella del risanamento progressivo per riportare il rapporto tra debito pubblico e PIL al di sotto del livello del 60% del PIL previsto dal Trattato di Maastricht. Questa prospettiva costituisce quindi lo *scenario fondamentale* di qualsiasi riforma strutturale della finanza pubblica stessa. Abbiamo già ricordato il ruolo del Patto di stabilità interno quale strumento che deve consentire, in un contesto nuovo di cooperazione interistituzionale, di *corresponsabilizzare* gli enti decentrati rispetto al percorso di risanamento. In conclusione del paragrafo precedente, abbiamo osservato come – anche grazie ad una serie di innovazioni normative – si stia verificando un fenomeno di disintermediazione finanziaria del settore statale rispetto alle esigenze di finanziamento degli investimenti locali. In generale, nei prossimi anni – pur nella tendenziale correzione al ribasso dello *stock* di debito pubblico in rapporto al PIL – assisteremo al rafforzamento della tendenza iniziata negli ultimi anni di *ricomposizione del portafoglio delle passività* da parte degli enti decentrati. In questo processo, gli enti decentrati potranno ricorrere a una vasta gamma di strumenti che ormai la legge consente loro di utilizzare liberamente: il mercato finanziario oltre che i servizi bancari svolgeranno un ruolo crescente nel processo di ristrutturazione delle passività del settore

³² Che è invece cresciuto negli anni recenti, probabilmente, per effetto del sistema premiale che ha accompagnato le misure di contenimento del *deficit* delle Amministrazioni pubbliche.

³³ Gli strumenti istituzionali di cooperazione verticale attualmente esistenti sono: la Conferenza unificata Stato – Regioni – Autonomie locali, l'unificazione è stata disposta dall'art. 8 della Dlgs n. 281/97 che ha anche ampliato le competenze della Conferenza, si tratta dell'unica istanza di dialogo istituzionalmente prevista; la Commissione bicamerale per le questioni regionali "integrata" da rappresentanti delle regioni e delle autonomie locali, introdotta dall'art. 11 della legge costituzionale 3/01 al fine di consentire agli enti decentrati di intervenire nel processo legislativo quando questo riguardi materie di competenza regionale (in particolare, artt. 117 e 119 della Costituzione).

pubblico non solo a livello centrale ma anche a livello locale. L'attuale congiuntura della finanza pubblica, le caratteristiche strutturali della finanza degli enti decentrati, la difficoltà di adeguare le strutture amministrative alle nuove tecniche finanziarie e la ristrutturazione in corso del sistema finanziario stesso sono elementi che contribuiranno a definire le modalità di crescita e la struttura del *mercato del debito pubblico locale*.

Il Patto di stabilità interno e la disintermediazione finanziaria del centro rispetto alla periferia pur essendo, in linea di principio, compatibili possono stimolare comportamenti perversi: la fuga verso il mercato finanziario e bancario privato da parte degli enti decentrati e l'utilizzo di pratiche finanziarie innovative (talvolta *troppo* creative) potrebbero inibire l'applicazione del Patto di stabilità interno, secondo uno scenario analogo a quello che vede gli stati membri dell'UE mettere in pratica comportamenti tesi a disattendere il Patto di stabilità e crescita dell'UEM.

L'analogia tra UEM e sistema nazionale riguarda anche un secondo aspetto. Il mercato del debito locale è (e sarà sempre di più) caratterizzato da una molteplicità di prenditori. Questa situazione – ben oltre quello che succede tra gli stati sovrani – rischia di produrre una serie di problemi non solo di natura strettamente macroeconomica.

In questo contesto dinamico, occorre riconsiderare anche il ruolo che dovranno assumere i mutui statali della Cassa Depositi e Prestiti nel nuovo modello di finanziamento improntato al mercato. Ci sono ragioni e modalità che consentano di conservare almeno parzialmente l'intermediazione centrale delle risorse finanziarie?

Il mercato del debito pubblico locale che sta nascendo rappresenta, per certi versi, il *complemento istituzionale* alla riforma nel senso del decentramento della finanza pubblica. Uno degli obiettivi preminenti del decentramento della finanza pubblica (sicuramente in Italia) è infatti la promozione della *responsabilizzazione fiscale* degli enti decentrati: ossia la creazione di un sistema di vincoli e incentivi che porti i decisori pubblici (locali) a *minimizzare i costi* dei servizi che offrono alla collettività amministrata, assecondandone le preferenze (in termini di quantità e qualità dei servizi). Sarebbe, quindi, povera di effetti economici reali la responsabilizzazione fiscale che non si accompagnasse alla garanzia di condizioni di *mercato competitivo* per l'acquisto dei beni e servizi che costituiscono i fattori di produzione dei servizi pubblici locali.

Immaginando, a titolo di esempio, di decentrare il finanziamento degli investimenti pubblici ma di non *disintermediare* il reperimento delle risorse finanziarie pubbliche – che sarebbero

offerte mediante mutui statali, in condizioni di monopolio – si otterrebbe il paradosso che l'indirizzo dei comportamenti degli enti decentrati potrebbe egualmente ottenersi mediante una manipolazione delle condizioni di accesso al credito. Per questa stessa ragione, è indispensabile garantire che i mercati dei fattori impiegati dagli enti decentrati siano realmente competitivi. In definitiva, se si vuole introdurre una reale responsabilità fiscale, occorre aggiungere il *corollario* della garanzia di mercati dei fattori competitivi al *paradigma* della finanza decentrata.

Da queste osservazioni discende anche l'esigenza di una effettiva competizione tra diverse modalità di provvista finanziaria (emissione diretta di titoli *versus* ricorso ai mutui bancari o statali) ma anche – soprattutto – tra diversi operatori dei diversi comparti (banche, intermediari, etc.).

Sempre per il perseguimento di un corretto sistema di incentivi volti a responsabilizzare gli enti decentrati, il mercato del debito locale deve essere uno strumento per consentire l'adeguamento delle strategie di provvista alle esigenze dei singoli enti. Il sistema normativo che dovrà presiedere alla realizzazione del nuovo mercato dovrà consentire quindi un ampliamento delle opportunità di *posizionamento strategico* anche per gli operatori del settore finanziario e creditizio. La competitività ed efficienza del mercato del debito locale produrrà, inoltre, nuove opportunità di investimento da parte dei risparmiatori nel comparto del reddito fisso.

La ristrutturazione dei canali di finanziamento degli investimenti pubblici locali apre anche una nuova prospettiva per il ruolo del canale tradizionale dell'intermediazione statale (in particolare, per la Cassa Depositi e Prestiti). Lasciando al mercato del debito locale il ruolo di migliorare le condizioni di ricorso all'indebitamento, lo Stato potrà concentrare e specializzare la sua funzione nella *perequazione* della politica di investimenti pubblici locali, sia tramite lo strumento degli interventi finanziari a fondo perduto che attraverso la garanzia di condizioni *minime* di accesso al credito. La separazione tra obiettivi (e strumenti) per raggiungere l'efficienza ed l'equità è in questo caso possibile e, nella misura in cui il decentramento sia un valore, necessaria.

Ovviamente, separazione degli strumenti non vuol dire indipendenza, soprattutto nel caso delle condizioni di credito praticate dalla Cassa Depositi e Prestiti sarà necessario stabilire un *meccanismo di trasmissione* che consenta lo sviluppo del mercato ma escluda fenomeni perversi. È probabile che un mercato competitivo del debito locale riesca a garantire l'accesso

al credito a tutti gli enti ma che i costi (che si riversano sui cittadini) possano cambiare anche consistentemente (si pensi per esempio al caso di piccoli comuni oppure al caso di comuni situati in aree economicamente e socialmente svantaggiate). Al limite potrebbero prodursi fenomeni di *scrematura* del mercato che portino all'esclusione – di fatto – di alcuni enti dall'indebitamento bancario (per non parlare di quello finanziario).

In un modello di finanza decentrata, il debito è il principale strumento di finanziamento degli investimenti locali; d'altra parte, la mancanza di simili investimenti, oltre a ledere l'eguaglianza orizzontale tra cittadini residenti in diverse comunità, rischia di aggravare fenomeni di polarizzazione dello sviluppo economico e sociale. Oltre agli interventi diretti, lo stato può intervenire con il tradizionale meccanismo dell'intermediazione finanziaria pubblica (attraverso la Cassa Depositi e Prestiti) che si configurerebbe come *rete di salvataggio* del sistema delle autonomie. Se opportunamente definito (in modo che le condizioni offerte dall'intermediazione dello stato non producano una competizione capace di spiazzare gli altri canali di finanziamento), il meccanismo dell'intermediazione pubblica opererebbe automaticamente offrendo credito a quegli enti che risultino esclusi dal mercato.

La disintermediazione del settore pubblico, la ricomposizione del debito degli enti decentrati e, in generale, il decentramento delle politiche di provvista finanziaria, comportano una serie di rischi che l'assetto normativo della finanza decentrata e del mercato del debito pubblico locale devono contribuire a controllare. Su un piano strettamente microeconomico, infatti, il decentramento delle scelte di finanziamento comporta tre problemi di fondo. In prima istanza, il mercato dei titoli emessi dagli enti decentrati potrebbe risultare distorto dalle *esternalità* connesse a politiche scoordinate tra diversi prenditori. La soluzione a questo problema si potrebbe rinvenire in un più attivo ruolo del settore bancario, ma al costo di ridurre la varietà dei canali di indebitamento, quindi la competizione e l'effetto di contenimento dei costi di indebitamento. D'altra parte, la possibilità di aprire un comparto di indebitamento mediante titoli pubblici locali dipende dalla capacità di risolvere il *problema delle economie di scala* che l'emissione diretta di titoli comporta. Il mercato finanziario (ma anche i servizi bancari sofisticati) hanno elevati costi di accesso e, anche per questo, è necessaria una azione di coordinamento orizzontale tra gli enti che si indebitano. Il modello di finanziamento intermediato dal settore statale garantiva la soluzione implicita di questi problemi di coordinamento, che oggi invece possono identificare una nuova funzione per gli enti intermedi – le province e le regioni, come già in effetti sta accadendo.

Sempre sul piano dei rischi microeconomici connessi al nascente mercato del debito pubblico locale e in relazione allo sviluppo di una serie di operazioni innovative, spesso di natura derivata, diventa sempre più rilevante la soluzione dei problemi di *asimmetria informativa* insiti nella intermediazione finanziaria e creditizia. In particolare, i rischi di insolvenza dell'intermediario con il quale viene accesa una operazione finanziaria potrebbe in alcuni casi comportare un *rischio di controparte*. Si tratta, evidentemente, di un problema di *vigilanza sugli intermediari* che tuttavia, per la specificità delle operazioni con gli enti decentrati e soprattutto per la necessità di garantire un controllo effettivo degli equilibri di bilancio e dello stato patrimoniale degli enti, deve essere tenuto in conto.

I rischi forse più rilevanti sono tuttavia di natura macroeconomica. Il Patto di stabilità e crescita dell'UEM e il Patto di stabilità interno italiano evidenziano l'attenzione delle istituzioni europee e nazionali al problema di instabilità prodotta da politiche di indebitamento scoordinate sulla stabilità monetaria del sistema economico. Si tratta di dimensioni certamente diverse ma i rischi potenziali certamente da non sottovalutare³⁴: occorre un coordinamento verticale. Tuttavia, l'esperienza del Patto di stabilità interno mette in evidenza l'insufficienza di un simile modello di controllo definito centralmente, in un contesto di finanza decentrata. La possibilità di sviluppare comportamenti opportunistici da parte degli enti decentrati e la possibilità per gli enti delle aree più avvantaggiate di sfuggire ai meccanismi del Patto di stabilità interno, consigliano il ricorso a un meccanismo concertativo che garantisca in tutte le fasi la partecipazione degli enti decentrati, pur lasciando allo Stato il compito di determinare gli obiettivi generali del sistema.

Un rischio diverso e certamente innovativo, nel quadro di quelli già considerati dall'esperienza istituzionale e finanziaria internazionale ma anche dalla letteratura, è connesso alla possibilità che fenomeni microeconomici, quali le esternalità o i rischi connessi alla definizione di operazioni innovative, possano tradursi in uno sviluppo disorganico e, in ultima analisi, inefficiente del mercato del debito locale, portando eventualmente a crisi sistemiche in grado di toccare il sistema finanziario. Emerge anche qui la commistione tra i problemi nuovi prodotti dal modello di decentramento della finanza pubblica e la gestione della politica monetaria e finanziaria nazionale (e europea).

Le opportunità e i rischi precedentemente illustrati suggeriscono lo sviluppo di un quadro di regolamentazione del nuovo mercato del debito pubblico locale. Il nuovo assetto istituzionale

³⁴ Il debito dei comuni e delle province aveva raggiunto il 12,8% del PIL nel 1975, alla vigilia del *decreti Stammati*.

che scaturisce dalla riforma del Titolo V impone o, per lo meno, rende opportuna la definizione di una *istanza di coordinamento verticale* (per esempio, un comitato tecnico istituito presso la Conferenza Stato – Regioni – Autonomie locali) con il compito di *regolamentare e gestire* il mercato parallelamente a quanto oggi avviene per il mercato del debito pubblico nazionale. A questa istanza di coordinamento dovrebbero partecipare tutti gli enti competenti per le diverse questioni inerenti alla gestione del mercato stesso.

La soluzione dei problemi connessi alle esternalità prodotte da politiche di emissione scoordinate e alla scala minima di accesso efficiente al mercato possono, nel quadro istituzionale vigente, essere affrontati con un approccio *flessibile*, disponendo un *modello di cooperazione orizzontale* che sia attivabile da parte degli enti decentrati interessati a unire le proprie esigenze per emettere direttamente titoli sul mercato. Rispetto a questo quadro di cooperazione gli enti intermedi – province e regioni – potranno svolgere, come già argomentato, un ruolo di regia garantendo flessibilità e adeguatezza alle esigenze locali. In alternativa, occorre strutturare meglio il comparto dei mutui bancari mettendolo in grado di *valorizzare le caratteristiche finanziarie dei mutui degli enti decentrati* (essenzialmente l'alto merito di credito), al fine di ridurre il costo di indebitamento anche per gli enti che non riescono a consorzarsi e offrire nuove opportunità di investimento finanziario ai risparmiatori. A complemento e completamento di queste riforme tese a strutturare un modello di sviluppo del mercato dei titoli per il finanziamento pubblico locale, occorrerà ridefinire il ruolo e le modalità di intermediazione del settore statale al fine di garantire, come già richiamato, una rete di salvataggio finanziaria a quegli enti (quindi ai cittadini) che rimarranno esclusi dai benefici del nuovo mercato.

4. Il mercato dei titoli per il finanziamento pubblico locale: l'esperienza di alcuni paesi europei

Prima di passare ad inquadrare le caratteristiche istituzionali e organizzative del nascente mercato italiano, così come determinate dall'attuale quadro normativo e regolamentare e dallo spontaneo sviluppo delle dinamiche economiche sottese all'evoluzione del sistema finanziario italiano, ci sembra più che mai opportuno analizzare alcuni aspetti dell'esperienza di altri paesi europei, dove il fenomeno del debito pubblico locale si è sviluppato prima o, comunque, è stato affrontato in maniera più organica e strutturata.

Sebbene muovendosi tra i vari paesi europei il grado di autonomia e di indipendenza fiscale degli enti pubblici decentrati sia estremamente differente, nessuna legislazione impedisce a questi ultimi di indebitarsi per coprire lo squilibrio tra entrate e spese, a prescindere da quali ne siano le determinanti. Naturalmente questa facoltà è tuttora condizionata ad una serie di vincoli imposti dallo Stato centrale miranti a garantire la sostenibilità del debito stesso. Nell'ultimo decennio, tuttavia, il processo di decentramento e di rafforzamento dei poteri degli Enti territoriali che ha caratterizzato non solo l'Italia, ma anche altri importanti paesi dell'area Euro come Spagna, Belgio e Francia, ha posto non pochi interrogativi sulla necessità e la coerenza di tenere in vita un regime eccessivamente vincolistico sulle decisioni di indebitamento delle amministrazioni decentrate. Infatti, a parte la necessità di porre delle regole che minimizzino la probabilità che un ente pubblico locale divenga insolvente ed entri in uno stato di dissesto finanziario, ci si chiede se una maggiore autonomia nelle scelte circa la dimensione e la composizione dell'indebitamento non sia auspicabile, dal momento che il ruolo di supervisione e disciplina dello Stato centrale potrebbe essere ormai svolto da un lato dal mercato finanziario, considerato il peso crescente del debito accumulato direttamente sul mercato, e, dall'altro, dal meccanismo "politico - elettorale", considerato il progressivo trasferimento dei poteri di spesa e di prelievo proprio in capo alle stesse Amministrazioni locali.

Questa semplice osservazione, tuttavia, deve essere valutata alla luce di diversi aspetti che sembrano spingere in direzione alternativa, se non opposta. Innanzitutto va menzionato il ruolo del Trattato sull'Unione Europea che, come noto, impone a ogni paese soglie massime stringenti sul debito e il disavanzo complessivo della Pubblica Amministrazione. Sia nella fase di costruzione dell' UME che in quella attuale, dove tutti i paesi devono misurarsi con i vincoli del Patto di Stabilità e Crescita, gli Stati centrali hanno notevolmente ridotto gli spazi di autonomia degli Enti locali in materia di indebitamento (soprattutto in termini quantitativi) proprio per agevolare la capacità di controllo dei saldi complessivi della finanza pubblica³⁵.

In secondo luogo va osservato che il processo di avvicinamento verso quegli assetti più compiutamente federali che già connotano alcuni importanti stati europei (come Germania e

³⁵ In Italia, il Patto di Stabilità interno rappresenta lo strumento di cui si è dotato lo Stato centrale per porre sotto controllo la dinamica del deficit e del debito delle Amministrazioni locali. La natura di tale strumento, tuttavia, - basata su incentivi per politiche di bilancio miranti al contenimento del disavanzo e del rapporto tra debito e PIL degli Enti territoriali - è tale da non impedire interventi sul piano normativo e istituzionale che consentano di sviluppare l'autonomia degli Enti sotto il profilo della composizione dell'indebitamento e delle politiche di gestione del debito accumulato.

Belgio) non si fonda su un modello unico: la ripartizione dei compiti e dei poteri (sia di spesa che di entrata) tra i diversi livelli di governo, scaturente dalla fase di decentramento – che per alcuni paesi è certamente in fase più avanzata che per altri, appare piuttosto disomogenea. Se consideriamo che la facoltà di indebitarsi è strettamente complementare all’assetto dei poteri di prelievo e alla distribuzione dei poteri di spesa tra la unità amministrative, ipotizzare per il prossimo futuro uno scenario di autonomia sostanziale, in materia di indebitamento, per gli Enti territoriali della gran parte dei paesi europei, appare scarsamente opportuno.

Infine, si consideri che molti paesi europei utilizzano i vincoli sulle politiche di indebitamento degli enti locali per perseguire finalità redistributive tra le diverse aree che ne costituiscono il territorio. L’eliminazione di questi vincoli, se non compensata da altre misure, può rischiare di dare luogo a sperequazioni nella distribuzione delle risorse tra le diverse regioni o aggravare quelle esistenti, dal momento che il mercato finanziario e creditizio, nella scelta dei soggetti da finanziare, tenderebbe necessariamente a privilegiare quegli enti che offrono maggiori garanzie in termini di solvibilità e rendimento, ossia le realtà amministrative che dispongono in partenza di maggiori risorse.

Da queste osservazioni emerge che il fenomeno del decentramento dei poteri di indebitamento nell’ambito della Pubblica Amministrazione dei paesi europei – all’interno del più generale processo di decentramento della finanza pubblica³⁶ – non ha ancora assunto una fisionomia chiara ed evidente e che molte sono ancora le incognite relative ad un suo effettivo dispiegarsi nei prossimi anni.

Se dunque il quadro europeo concernente il debito delle Amministrazioni locali appare tutt’altro che uniforme, né sembra scontato l’approdo finale dei processi di riorganizzazione istituzionale attualmente in corso verso un unico modello basato sul consolidamento di questi enti come prenditori diretti di fondi sui mercati finanziari e creditizi per compensare il ridimensionamento del ruolo di intermediazione dello Stato centrale – che trasferisce loro fondi dal bilancio pubblico o dalla propria attività di indebitamento –, già ora è possibile osservare come in diversi paesi europei l’attenzione al debito pubblico locale da parte del legislatore e della comunità finanziaria sia venuta crescendo, avendo il fenomeno assunto, sia in termini assoluti che relativi – in rapporto al debito pubblico totale e al PIL –, una dimensione quantitativa rilevante.

³⁶ Per l’Italia tale fenomeno è stato illustrato nelle precedenti sezioni.

Sebbene nella seconda metà degli anni novanta si sia assistito ad uno sforzo di contenimento della dinamica del debito degli enti decentrati - che per di alcuni paesi ha avuto un effetto piuttosto evidente³⁷, alla fine del 1999 in paesi come Francia e Spagna il totale delle passività finanziarie lorde delle Amministrazioni locali ha raggiunto rispettivamente il 7% e il 6,5% del PIL, un livello certamente inferiore a quello di un paese a consolidato assetto federale come la Germania, dove tale percentuale arriva al 22%, ma ben superiore a quello dell'Italia, paese per molti aspetti simile³⁸, che a fine 2000 era pari al 3,4%³⁹. Se si ragiona invece in termini assoluti, il valore nominale del debito locale dei paesi menzionati ha comunque raggiunto volumi decisamente rilevanti: in termini consolidati alla fine del 2000 il debito del settore pubblico locale europeo (paesi dell'UE) ammontava a circa 480 miliardi di euro (di cui ben oltre la metà di origine tedesca, il 20% di origine francese, l'8% di origine italiana, e il 6% di origine spagnola)⁴⁰.

In tutti questi paesi la quota dei finanziamenti concessi da istituzioni di carattere pubblico rimane prevalente. In primo luogo vanno menzionate le agenzie di finanziamento pubblico locale⁴¹ cui è stato tradizionalmente affidato il ruolo di garantire a tutti gli Enti, anche i più piccoli e marginali, condizioni di accesso al finanziamento eque, ovvero stabilite in base a parametri regolati a livello centrale. Ma, oltre a svolgere questo servizio "universale", tali agenzie rappresentano un canale di provvista particolarmente vantaggioso dal momento che i tassi che praticano sui mutui risentono del basso costo della raccolta imputabile all'elevato merito di credito che i risparmiatori riconoscono loro; ciò risulta particolarmente vero per i debitori più piccoli e meno in grado di accedere direttamente al mercato, ma lo è stato - e per certi versi è ancora vero - anche per prenditori di maggiore caratura, che, in numerosi frangenti, trovano questa fonte di approvvigionamento finanziario più conveniente del tradizionale mutuo bancario concesso dagli istituti di credito privati.

Negli ultimi anni le crescenti necessità finanziarie delle Amministrazioni locali, la maggiore autonomia loro concessa nella scelta delle modalità di indebitamento ed il riassetto dei

³⁷ A livello europeo l'incidenza del debito pubblico locale in rapporto al PIL è progressivamente diminuita. Gli unici paesi in controtendenza sono stati l'Italia, la Grecia, l'Irlanda e il Portogallo.

³⁸ Sicuramente per estensione territoriale, popolazione e PIL Francia, Germania, Italia e Spagna nell'ambito dell'UE presentano un livello omogeneità superiore agli altri paesi membri.

³⁹ La distribuzione di tale debito tra Regioni ed enti locali subordinati è tuttavia molto diversa: mentre in Germania e Spagna il debito fa capo prevalentemente alle Regioni, in Italia e Francia è prevalentemente di competenza di Comuni e Provincie (Dipartimenti) considerati congiuntamente.

⁴⁰ Dati Deixa - Crediop (2001) e Banca d'Italia (2001).

⁴¹ Si pensi ad esempio alla Deutsche Ausgleichsbank (DtA) tedesca, alla Caisse des Dépôts et Consignations francese (CDC), all'Istituto de Credito Oficial (ICO) spagnolo e alla Cassa Depositi e Prestiti (CDP) italiana.

mercati finanziari determinato dallo sviluppo del mercato unico europeo, hanno dato luogo, almeno parzialmente, a cambiamenti non marginali della struttura dei costi delle diverse fonti di finanziamento e ad un ampliamento della gamma dei prodotti finanziari disponibili. Insieme alle banche pubbliche, che presentano indubbi vantaggi per gli Enti sotto il profilo della flessibilità contrattuale e della gamma di servizi accessori che le agenzie raramente sono in grado di offrire, *si è progressivamente consolidato il ruolo delle banche private* che, tuttavia, ancora oggi, nella gran parte dei paesi che si stanno considerando, rimane minoritario rispetto alla massa totale dei finanziamenti che gli enti ottengono ogni anno. Eppure, la maggiore capacità innovativa posseduta dagli istituti di credito privati⁴² e i processi di privatizzazione delle banche pubbliche lasciano prevedere come il peso di tali realtà nell'ambito del finanziamento delle Amministrazioni locali sia destinato ad espandersi.

Un'analisi specifica dell'assetto della finanza pubblica locale in un paese come la Germania, dove, come già più volte ricordato, il debito pubblico locale presenta dimensioni notevoli sia in termini assoluti che relativi, fa prevedere che il ruolo del settore bancario nel suo complesso, laddove aumenteranno le esigenze di finanziamento del settore pubblico locale⁴³ - in particolare per coprire le spese in conto capitale - sia destinato a divenire centrale, sebbene svolgendo contemporaneamente nuovi "business" come l'intermediazione finanziaria in titoli e l'emissione dei cosiddetti "covered bonds".

Per quanto attiene alle emissioni obbligazionarie, la Germania è stato in Europa uno dei primi paesi a consentire alle Amministrazioni locali (in particolare ai Länder) di coprire per le proprie esigenze di finanziamento anche attraverso il ricorso diretto a questi strumenti. Sebbene il peso dei titoli di emissione diretta da parte di autorità locali sul mercato obbligazionario europeo sia ancora marginale, sono tedeschi oltre il 50% dei titoli obbligazionari di regioni ed enti locali in circolazione in Europa⁴⁴. In particolare, lo stock di

⁴² In un contesto in cui le esigenze degli enti pubblici decentrati divengono più sofisticate per via dell'aumentato numero di competenze trasferite dallo stato centrale – che di fatto aumentano la complessità dei bilanci di tali enti – le banche private sembrano meglio attrezzate allo scopo. Gestire le attività e le passività presenti nel bilancio degli enti in modo da ottenere una maggiore efficienza sotto il profilo del rapporto tra costi e benefici, sta divenendo una necessità sempre più sentita. Ciò implica anche il ricorso a tutta una serie di tecniche di finanza innovativa, attività su cui soprattutto le banche private sono in grado offrire consulenze competitive.

⁴³ In questo senso poco importa quali siano le cause di questa progressiva espansione delle necessità di *funding*. Come ricordato all'inizio di questa sezione, infatti, l'assetto futuro della finanza locale nei paesi europei che si stanno analizzando non è facilmente prevedibile, anche se sono numerosi i fattori che portano a ritenere molto probabile una presenza più significativa degli enti pubblici decentrati sui mercati finanziari e creditizi, così come già oggi avviene per la Germania.

⁴⁴ Salvemini (2002)

titoli emessi dai Länder tedeschi alla fine del 2000 era pari a circa 70 miliardi di Euro⁴⁵, detenuti prevalentemente da banche e investitori domestici, con un ruolo tuttavia crescente di quelli internazionali. Per il collocamento di tali titoli le banche, sia pubbliche che private, rivestono un ruolo centrale: non solo esse rappresentano una quota fondamentale della platea dei sottoscrittori, ma svolgono una serie di attività al servizio dell'emittente – dalla consulenza finanziaria, agli adempimenti necessari per dotarlo di un rating ufficiale, dalla promozione sui mercati in vista del collocamento, alla partecipazione ai sindacati (o consorzi) di collocamento con altre banche al fine di garantire il buon esito dell'emissione, dalla quotazione dei titoli, una volta emessi, sui mercati secondari, alla funzione di controparte in operazioni derivate (come swaps, options, etc.)⁴⁶ – che il più delle volte rappresentano una fonte di reddito per le banche sempre più significativa.

Il mercato dei titoli emessi direttamente da Amministrazioni locali ha iniziato a svilupparsi anche in altri paesi europei. In Francia e in Spagna a fine 1999, ad esempio, circa il 3,7% e l'8,3% dello stock di passività finanziarie di tali enti era rappresentato da titoli obbligazionari di loro diretta emissione⁴⁷; ma tali dati danno solo un'idea parziale del fenomeno, vista la sua dinamica molto accentuata degli ultimi anni. Sebbene in Europa i quadri normativi che regolano le scelte degli enti in questo settore siano anche molto diversi tra loro, le ragioni alla base di questo fenomeno sono piuttosto evidenti: gli enti di maggiori dimensioni, con elevato merito di credito, trovano nell'emissione di titoli negoziabili un'alternativa appetibile sia in termini di costo che di diversificazione della base degli investitori del proprio debito. *Le potenzialità di sviluppo di questo mercato in Europa e del connesso giro d'affari legato all'intermediazione finanziaria che si aprirebbe per le banche, pertanto, nella misura in cui il processo di ricomposizione del debito delle Pubbliche Amministrazioni a favore degli enti decentrati dovesse consolidarsi, sembrano piuttosto consistenti.*

L'ulteriore fattore di rafforzamento del sistema bancario, soprattutto nel comparto specializzato nel finanziamento del settore pubblico e nel credito fondiario, è dato dalla possibilità, introdotta negli ultimi anni nelle legislazioni di molti paesi europei, che alcuni istituti di credito autorizzati possano emettere obbligazioni destinate a finanziare prestiti a governi regionali e locali o mutui fondiari, collateralizzate proprio dal pool di tali prestiti

⁴⁵ Deutsche Bundesbank (2001)

⁴⁶ Generalmente l'insieme di queste attività costituisce quella che viene denominata "intermediazione finanziaria".

⁴⁷ Eurostat (2000)

(“covered bonds”)⁴⁸ o degli stessi mutui fondiari. Anche in questo caso il paese che rappresenta il riferimento in Europa è la Germania. In tale paese gli istituti di credito ipotecario e 18 banche pubbliche (Landesbanken e 6 banche “speciali” pubbliche) sono autorizzate ad emettere titoli con un’identificazione puntuale del pool di crediti nei confronti del settore pubblico o mutui fondiari che ne rappresentino la garanzia di rimborso (titoli “Pfandbriefe”). Tale garanzia deve essere evidenziata nel bilancio della banca che emette la Pfandbriefe in un apposito fondo di garanzia e costituisce patrimonio separato della banca.

In caso di fallimento della banca, l’investitore è di fatto tutelato da una doppia garanzia: può rifarsi in via esclusiva sul pool di crediti del fondo di copertura e, in casi di incapienza del fondo, sul resto del patrimonio della banca in qualità di creditore chirografario⁴⁹. Inoltre il pool di crediti a garanzia del titolo “covered” consente di ottenere che questi vengano emessi con un merito di credito migliore di quello degli enti cui sono stati concessi i medesimi crediti, per via del risk pooling che viene realizzato in capo alla singola banca emittente. Tutti questi meccanismi, insieme ad una legislazione ed una vigilanza molto rigorosa sulle emissioni - che garantisce il rispetto di un rapporto di copertura tra valore nominale delle emissioni e dei crediti posti a garanzia del 100% - consentono di far percepire questo strumento come una forma investimento a rischio molto ridotto, essendo la garanzia rappresentata da prestiti a entità pubbliche o da queste garantiti. Non a caso molti di questi titoli presentano un rating uguale o superiore a quello del governo federale, ciò che permette agli enti locali di finanziarsi a costi spesso sensibilmente inferiori a quelli dei mutui tradizionali o dei titoli emessi direttamente sul mercato.

Per molto tempo la distinzione tra questi titoli e quelli emessi a livello federale (Schatz, Bund, etc..) era data dal diverso sviluppo del mercato secondario: mentre i secondi presentano standard di liquidità molto elevati, riconosciuti sull’intero mercato obbligazionario europeo, le Pfandbriefe avevano un mercato secondario molto segmentato (legato al diverso rating degli emittenti) con scambi ridotti. Il premio di liquidità riconosciuto loro non era paragonabile a quello di un Bund o di uno Schatz di analoga scadenza. Per affrontare questo problema nel 1995 nella legislazione tedesca è stato introdotto il Jumbo-Pfandbriefe (J-P): perché le banche

⁴⁸ Per la verità molti paesi prevedevano nella propria legislazione questa fattispecie obbligazionaria già da diversi anni. Solo recenti innovazioni della legislazione hanno consentito che il mercato iniziasse gradualmente ma effettivamente a decollare.

⁴⁹ In effetti con questo sistema si attua un tipo collateralizzazione *on-the-balance* a differenza dei titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione di crediti che invece sono *off-the-balance*. La differenza sostanziale risiede nella garanzia aggiuntiva di cui godono i sottoscrittori nel primo caso, data dal bilancio totale della banca che emette il titolo.

autorizzate potessero emettere questo nuovo strumento dovevano adeguarsi a dei criteri che ne garantissero al massimo la standardizzazione e l'uniformità; il titolo non poteva entrare sui mercati secondari se non avesse raggiunto un taglio minimo piuttosto elevato (1,3 miliardi di euro).

Dopo una breve fase di rodaggio, il titolo J-P ha avuto un successo straordinario. Grazie anche all'introduzione di due "repo – facilities" e ad un collaudato sistema di primary dealership, che garantisce ampi scambi quotidiani con spread denaro - lettera contenuti su base continuativa, il titolo ha raggiunto livelli di liquidità quasi analoghi a quelli dei titoli federali⁵⁰. A luglio 2001, il settore ha raggiunto un volume totale di 353 miliardi di euro, circa il 35,7% dello stock delle Pfandbriefe in circolazione; viene quotato sul mercato regolamentato specializzato EuroCredit – MTS, una piattaforma elettronica che consente la massima rapidità delle negoziazioni e della loro esecuzione; è stato introdotto il relativo contratto future ed gli indici obbligazionari internazionali assegnano ai J-P quote non trascurabili. La presenza dei J-P nei portafogli internazionali è ormai un dato acquisito.

Il modello Pfandbriefe, come sopra ricordato, è stato introdotto anche in altri paesi, sebbene lo sviluppo di tali mercati sia appena agli inizi. In Francia nel 1999 è stato abolito il monopolio della banca ipotecaria CFF (*Credit Foncier de France*) all'emissione di *obligations foncieres - OF*, titoli il cui funzionamento è analogo a quello della Pfandbriefe. Oggi un insieme di banche ipotecarie specializzate (le *Societes de Credit Foncier*, SCF) può emettere le OF garantendole con mutui fondiari e prestiti a enti pubblici. Anche in questo caso sono stati introdotti una serie di meccanismi per garantire la trasparenza e la liquidità delle emissioni, sulla scorta dell'esperienza tedesca⁵¹.

In Spagna esistono dal 1981 le *Cedulas hipotecarias* anche se la loro presenza sui mercati internazionali ha inizio solo dal 1999. A differenza di Germania e Francia, i prestiti a fronte dei quali possono essere emesse sono solo quelli ipotecari, ma non si esclude che in un prossimo futuro la legislazione venga modificata per includere anche i prestiti agli enti pubblici decentrati⁵².

⁵⁰ La curva dei rendimenti dei J-P si è strutturalmente avvicinata a quella governativa tedesca: a maggio 2002 lo spread medio tra le due curve viaggiava intorno ai 20-30 bps, ed era sostanzialmente nullo rispetto alla curva governativa italiana, la cui liquidità è quella mediamente più elevata tra gli emittenti sovrani europei (fonte Bloomberg).

⁵¹ Non a caso nel 2001 sulla piattaforma EuroCredit-MTS sono iniziate le quotazioni delle prime OF, grazie al volume emesso raggiunto.

⁵² I paesi europei dove possono essere emessi obbligazioni "Pfandbriefe-style" garantite da prestiti al settore pubblico sono anche la Finlandia, il Lussemburgo, l'Ungheria, la Polonia e la Slovacchia. Esistono

L'esperienza estera può fornire delle indicazioni estremamente utili per formulare un progetto di riforma del mercato del debito locale italiano. Innanzitutto, a prescindere dall'effettivo orientamento dello sviluppo della finanza decentrata, ma prendendo atto di una sua molto probabile estensione in termini quantitativi, ci arriva un chiaro messaggio che è possibile ricorrere a un'ampia gamma di strumenti offerti dai mercati finanziari per aumentare l'efficienza del processo di indebitamento. Uno di questi è certamente il titolo obbligazionario, che per apportare efficienza deve poter essere scambiato su un mercato liquido e spesso.

A tal fine bisogna procedere con una serie di interventi normativi e organizzativi che da una lato favoriscano la standardizzazione di titoli emessi da diversi enti o da banche finanziatrici e, dall'altro, creino gli incentivi adeguati perché questi titoli vengano negoziati su piattaforme elettroniche dove operano market-makers impegnati a quotarli quotidianamente in tutte le situazioni di mercato. La liquidità può essere rafforzata prevedendo repo-facilities e contratti futures.

La liquidità, oltre a consentire un costo di finanziamento inferiore, è garanzia di apertura agli investitori internazionali e quindi permette di allargare e diversificare la platea dei finanziatori, condizione questa essenziale per poter ricorrere al mercato in qualunque circostanza a condizioni accettabili.

Se si riesce a realizzare una struttura di questo tipo, anche l'esperienza dei titoli covered può essere di enorme insegnamento: è possibile creare un canale aggiuntivo di finanziamento dedicato agli enti decentrati, capace di sfruttare il merito di credito di questi enti e di trasformarlo in condizioni di provvista particolarmente vantaggiose. In questo senso il meccanismo previsto dai covered bonds, opportunamente riadattato alla situazione normativa e del mercato italiano, rappresenta un efficace metodologia per "ancorare" un investimento finanziario finale ad una garanzia basata su asset con merito di credito (o *rating*) molto elevato.

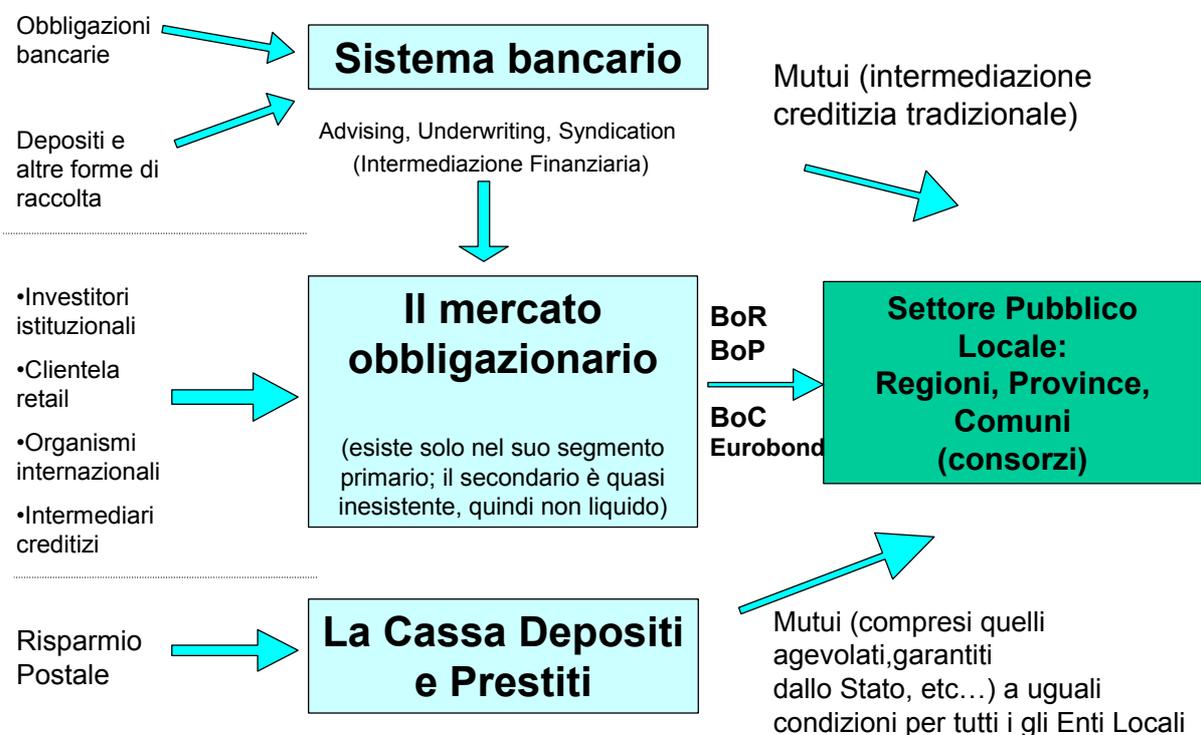
invece molti paesi con un sistema analogo a quello spagnolo anche se in molti di essi sono in discussione provvedimenti di legge atti a introdurre anche i prestiti al settore pubblico tra le garanzie a fronte dell'emissione di titoli *covered*. E' il caso dell'Austria. La Svezia e il Belgio stanno pensando di introdurre ex-novo lo strumento sulla falsariga dell'esperienza tedesca.

5. L'assetto istituzionale vigente del mercato del debito pubblico locale: punti critici e opportunità di sviluppo

Finora, con riferimento all'esperienza italiana, abbiamo analizzato le determinanti fondamentali, soprattutto di natura macroeconomica, alla base dell'evoluzione del finanza locale nell'ultimo decennio e, in particolare, delle politiche di indebitamento da parte delle Amministrazioni locali. Le necessità di formulare un progetto di riforma che tenga conto delle sia delle riflessioni emerse nella sezione 3 e che faccia tesoro delle esperienze di alcuni importanti paesi europei in materia, impone di soffermarsi brevemente sull'illustrazione dell'assetto istituzionale vigente in Italia per il finanziamento degli investimenti degli enti pubblici decentrati. L'obiettivo è quello di comprenderne sul piano tecnico i punti critici e le opportunità di sviluppo.

Figura 1.

Il mercato del debito del Settore Pubblico locale: la situazione attuale



Come si evince dallo schema riportato nella figura 1, il mercato per il finanziamento degli investimenti delle Amministrazioni locali in Italia presenta attualmente una struttura piuttosto articolata. Tale struttura è l'esito di una serie di innovazioni normative e organizzative introdotte nell'ultimo decennio che, tuttavia, in prospettiva, non sembrano aver ancora posto il sistema nelle condizioni di garantire standard di efficienza adeguati in un contesto in rapido mutamento. Come detto più volte, la composizione del debito pubblico complessivo nei prossimi anni vedrà proseguire il processo di dilatazione dalla componente locale, pur in un quadro di risanamento che dovrebbe garantire la progressiva riduzione del debito totale rispetto al PIL, iniziata nel 1995. Da un punto di vista tecnico - finanziario, il sistema, nella sua attuale configurazione, si presta a numerosi interventi migliorativi atti a produrre efficienza nello scenario futuro sopra descritto.

Dal lato della domanda il mercato vede una moltitudine enti pubblici decentrati, prevalentemente Regioni, Provincie e Comuni, molto raramente consorziati tra loro⁵³, con la necessità di coprire lo squilibrio tra spese in conto capitale pianificate nel bilancio preventivo in coerenza con il bilancio pluriennale ed entrate di medesima natura con risorse prese a debito. Il collegamento del debito alle spese di investimento ed il divieto che esso venga acceso per coprire le spese correnti, è stato ribadito nella legge di rango costituzionale n. 3/2001⁵⁴. Tale obbligo risponde essenzialmente all'esigenza di salvaguardare la solidità finanziaria dell'ente e la sostenibilità del debito nel lungo periodo.

Dal lato dell'offerta i principali soggetti finanziatori sono, in ordine di importanza quantitativa, la Cassa Depositi e Prestiti (CDP), il sistema bancario privato ed il mercato obbligazionario nei suoi vari segmenti (titoli ordinari domestici, cioè BOR, BOC e BOP, titoli in valuta e titoli internazionali in formato *Eurobond*).

La CDP riveste tutt'oggi un ruolo di assoluta prevalenza: ancora nel 2000, su un totale di oltre 10 miliardi di Euro di finanziamenti netti erogati alle Amministrazioni locali circa il 40% avveniva sotto forma di mutui concessi dalla CDP e tale domanda risultava in crescita rispetto agli anni precedenti. Se si considera il bilancio della Cassa di fine 2000 si vede che lo stock di crediti in essere verso Regioni, Enti locali e loro Aziende ammontava a circa 35 miliardi di euro, un valore non distante dal totale del debito che tali amministrazioni avevano

⁵³ La possibilità di costituire unioni di comuni e consorzi tra Enti locali e Regioni a tal fine è espressamente prevista nella legge n. 724/94.

⁵⁴ Tale legge ha ribadito quanto stabilito nella legge n. 281/70 all'art. 10 per le Regioni e nella legge n. 724/94 per Comuni, Provincie, unioni di Comuni, città metropolitane, comunità montane, consorzi tra Enti locali e Regioni.

accumulato al di fuori del settore pubblico, pari a poco meno di 40 miliardi euro⁵⁵. Il ruolo centrale mantenuto dalla CDP in tutti questi anni si spiega sia con il livello contenuto del costo di finanziamento che questa istituzione riesce garantire - non essendo votata al profitto e sottoposta ai criteri di vigilanza prudenziale delle banche ordinarie, per la liquidità del risparmio postale con cui si finanzia e per il diverso trattamento fiscale -, sia per l'estrema standardizzazione delle procedure di accesso ai mutui da parte degli enti pubblici decentrati e sia ancora per l'esistenza di rapporti ormai consolidati con questi ultimi.

I mutui ordinari concessi dalle banche private, specialmente negli ultimissimi anni, hanno acquisito una dimensione assolutamente rilevante; negli anni 1999-2000 hanno rappresentato una quota media pari circa al 40% dei finanziamenti netti annuali ottenuti complessivamente dagli enti decentrati e, a fine 2000, lo stock di impieghi bancari nel settore pubblico decentrato superava i 31 miliardi di euro⁵⁶. Naturalmente in quest'ultimo dato si manifesta l'eredità del passato allorquando gran parte del sistema bancario era pubblico e una suo segmento significativo era specializzato proprio nel finanziamento degli investimenti del settore pubblico⁵⁷. Ciò nondimeno, dai dati sui flussi annuali, è evidente come negli ultimi anni il polo bancario privato abbia investito strategicamente sulle relazioni con il settore pubblico locale puntando innanzitutto sulla capacità di garantire condizioni di maggiore trasparenza nei servizi offerti, caratteristica quest'ultima tipica di un mercato, come quello del credito, divenuto ormai decisamente più concorrenziale che in passato. Inoltre le banche private da un lato e le Amministrazioni locali dall'altro hanno visto crescere gli spazi per rapporti reciprocamente vantaggiosi: gli enti, sicuramente quelli maggiori, affacciatisi in modo sempre più significativo sui mercati finanziari, possono beneficiare di un supporto alla loro attività di indebitamento che va ben aldilà della semplice concessione del credito, in un contesto di crescente complessità dei mercati stessi; le banche vedono aprirsi nuove opportunità di business potendo offrire una vasta gamma di servizi ad una platea potenzialmente molto ampia di nuova clientela.

Ma la vera innovazione che il sistema della finanza locale italiana ha conosciuto nella seconda metà degli anni novanta è stato il crescente ricorso alle emissioni obbligazionarie dirette da parte delle Amministrazioni locali. Allo scopo di finanziarie specifici progetti di

⁵⁵ Dati Banca d'Italia (2001), Cassa Depositi e Prestiti (2001)

⁵⁶ Dati Banca d'Italia (2001). Dai dati Deixa Crediop (2001) emerge tuttavia come nel 2001 la quota dei finanziamenti lordi annuali agli enti decentrati rappresentata dai mutui bancari ordinari si sia lievemente ridotta.

⁵⁷ Si pensi agli Istituti di Credito Speciale, al Crediop e al mondo articolato delle banche locali che tradizionalmente ha svolto un importante ruolo nel finanziamento degli enti locali nel cui territorio operavano.

investimento, molte Regioni, ma anche un gruppo di Province e Comuni, per la verità ancora piuttosto esiguo, hanno emesso titoli obbligazionari sia sul mercato domestico (BOR, BOC, BOP) che su quello internazionale (preferendo nella maggior parte dei casi il formato *Eurobond*) con diverse scadenze, modalità di rimborso, sia a tasso fisso che variabile. Se nel 1996 tali emissioni in termini di stock circolante ammontavano complessivamente a poco più di 250 milioni di euro, a fine 2000 hanno raggiunto quasi 7,5 miliardi euro⁵⁸. La parte preponderante di queste emissioni proviene dalle Regioni – circa 3 miliardi di euro – che, per le loro dimensioni, sono in grado di presentarsi sul mercato offrendo volumi nominali significativi e quindi appetibili sia per la potenziale liquidità dei titoli emessi sia per la dimensione del business che si apre agli intermediari bancari che si incaricano del loro collocamento.

L'interesse che in questi anni si è sviluppato intorno a questi strumenti è sicuramente da imputare al costo che tali enti riescono a spuntare sui mercati e alla visibilità che queste emissioni danno a chi li emette consentendo di accedere ad importanti informazioni sulla distribuzione nazionale e internazionale di risparmio potenzialmente interessato a finanziare questo genere di prenditori di fondi. Ma non va trascurato l'aspetto di mera convenienza fiscale introdotto per incentivare la diffusione di questi strumenti in Italia⁵⁹: il 50% del gettito proveniente dalla tassazione nazionale sui redditi derivanti da tali titoli deve essere retrocesso dallo Stato, sotto forma di contributo erariale, agli enti emittenti; il che equivale a prevedere un abbattimento del costo di indebitamento per gli enti che ricorrono alle emissioni dei titoli.

Il sospetto che una parte rilevante dello sviluppo di questo comparto del mercato obbligazionario sia stato indotto da tale incentivo fiscale è più che legittimo. Ad oggi, infatti, solo poche emissioni sono state realizzate a tassi di interesse sensibilmente inferiori a quello dei canali di finanziamento tradizionali (mutui bancari e prestiti dalla CDP). Per il resto molte emissioni non hanno rappresentato una fonte di finanziamento realmente alternativa al mutuo: i titoli vengono emessi quasi sempre a “fermo” e collocati presso gli stessi intermediari creditizi che hanno svolto il ruolo di *advisor* per l'avvio delle procedure di emissione; in genere tali intermediari seguono per tali titoli un approccio *buy-and-hold* non potendo contare su una loro effettiva liquidità sul mercato secondario e, così facendo, alimentano ulteriormente la loro illiquidità. Di fatto l'interesse dell'intermediario si esaurisce nell'ambito

⁵⁸ Dati Banca d'Italia (2001)

⁵⁹ L'art. 27 della legge n. 342/00 prevede la retrocessione della metà del gettito dell'imposta sostitutiva sugli interessi obbligazionari.

di tutta l'attività tesa a "preparare" una nuova emissione; a collocamento avvenuto non esistono le condizioni per porre in essere strategie di *trading* sia di natura speculativa e/o di *hedging* attraverso questi strumenti. Attualmente, pertanto, non si può dire che esista un vero e proprio mercato secondario per i titoli pubblici locali italiani, sia di tipo regolamentato che *over-the-counter*.

Nello schema della figura 1 sono elencati anche i canali di approvvigionamento finanziario cui i finanziatori finali del settore pubblico locale attingono per svolgere il proprio compito. La CDP, come noto, si finanzia attraverso il risparmio postale (libretti, buoni ordinari, buoni a termine, nuovi strumenti) che affluisce attraverso quella che può essere considerata la rete di sportelli più capillare e uniformemente distribuita su tutto il territorio nazionale tra le banche nazionali, il sistema postale per l'appunto. Questa caratteristica, oltre alla piena liquidità degli strumenti e all'elevatissimo merito di credito derivante dalla loro natura "pubblicistica", garantisce alla CDP un afflusso di risorse dalla vastissima platea dei piccoli risparmiatori che si presenta ampio e stabile nel tempo, consentendole di erogare mutui agli enti decentrati a tassi che molti di essi difficilmente riuscirebbero a trovare sui mercati (attraverso mutui bancari e/o titoli).

Gli istituti di credito si finanziano prevalentemente attraverso i canali tradizionali: depositi di ogni sorta e titoli obbligazionari. Il ruolo di intermediazione creditizia che svolgono a favore del settore pubblico locale dà luogo a degli indubbi vantaggi di costo dal momento al momento di finanziare la loro attività le banche pagano rendimenti connessi con la qualità del proprio attivo in rapporto alla rispettiva patrimonializzazione: dato che l'erogazione di mutui a diversi enti locali dà luogo ad un fenomeno di risk pooling che rende il merito di credito del pool di mutui superiore a quello medio degli enti mutuatari presenti nel pool, per un dato livello di patrimonializzazione, l'intermediazione bancaria consente effettivamente a molti enti di indebitarsi a costi inferiori a quelli connessi con un accesso diretto al risparmio pubblico.

I titoli di diretta emissione degli Enti territoriali, come ricordato sopra, sono sottoscritti prevalentemente dalle banche che sono state incaricate di assistere l'ente emittente in tutte le fasi che precedono l'emissione stessa. Le banche coinvolte sinora sono state i grandi istituti di interesse nazionale e le grandi banche d'affari internazionali con elevato know-how nel

campo del *corporate finance*⁶⁰. Questi titoli generalmente rimangono nei portafogli delle banche sottoscrittrici fino alla scadenza. Solo una quota marginale viene dirottata verso investitori finali al dettaglio, banche pubbliche sovranazionali⁶¹ ed altri investitori istituzionali.

Da questa breve descrizione del segmento del sistema finanziario che garantisce il finanziamento con debito della spesa in conto capitale del settore pubblico locale è possibile porre in evidenza, con una certa facilità, i punti critici che caratterizzano la sua conformazione.

In primo luogo va menzionata *l'ambiguità del ruolo rivestito dalla CDP*. Da un lato essa si comporta come una normale banca pubblica che raccoglie risorse attraverso il risparmio postale a condizioni in linea con quelle di mercato⁶² ed eroga mutui il cui costo è strettamente collegato con quello della raccolta, seppur senza un vero margine di profitto, non essendo un ente a scopo di lucro. D'altra parte la stessa Cassa è tenuta a garantire un servizio "universale" a tutti gli enti sul territorio a condizioni uniformi, rivestendo in questo modo un ruolo di ente di garanzia del credito per gli investimenti degli enti decentrati. Ciò si traduce in un'elevata commistione tra la funzione di allocazione delle risorse, che dovrebbe essere lasciata al mercato, e quella di redistribuzione delle stesse, che spetta allo Stato⁶³. La conseguenza maggiormente negativa di questa situazione risiede nella sostanziale distorsione del *costo opportunità* dell'indebitamento che i singoli enti percepiscono.

In secondo luogo il ruolo così esteso occupato dai mutui erogati dal sistema bancario non sembra garantire margini di efficienza adeguati al sistema nel suo complesso, proprio per le caratteristiche intrinseche del mutuo tradizionale: una volta erogato, il mutuo rappresenta un'attività immobilizzata nel bilancio delle banche che, come tale, le obbliga a richiedere una compensazione in termini di rendimento; inoltre nonostante venga concesso ad un'entità pubblica che ha una probabilità di andare in default finanziario strutturalmente molto inferiore a quella del settore privato, il mutuo confluisce all'interno di attivi bancari dove sono presenti cespiti finanziari di tutti i tipi, che influenzano la percezione della banca (e anche il rating) nel

⁶⁰ Non esistendo di fatto un mercato secondario dei titoli emessi dagli enti decentrati, queste banche lavorano particolarmente sul "design" del titolo da emettere in modo che sia funzionale alla struttura dei flussi finanziari sottesa al bilancio dell'emittente.

⁶¹ Si pensi ad esempio alla BEI, Banca Europea per gli Investimenti, che come attività principale eroga mutui per il finanziamento di progetti di investimento nell'area comunitaria.

⁶² Come noto, la struttura degli strumenti del risparmio postale è tale per cui l'adeguamento dei rendimenti a quelli di mercato avviene con un certo ritardo.

⁶³ È evidente che un ente di maggiori dimensioni che potrebbe finanziarsi sul mercato ricevendo mutui dalla CDP a condizioni analoghe ad uno piccolo che non ha la possibilità di affacciarsi

momento in cui si rifinanzia sul mercato; questa “esternalità negativa” dell’attivo complessivo di una banca sulla sua porzione più qualitativa – quella appunto composta dai mutui al settore pubblico – si scarica inevitabilmente sul costo di finanziamento degli enti decentrati.

In ultimo va sottolineata la situazione estremamente arretrata e in prospettiva poco appetibile concernente il mercato dei titoli emessi dal settore pubblico locale. Pur essendo nato da pochi anni⁶⁴ ed essendo cresciuto in modo evidente, il quadro normativo e organizzativo che presiede al funzionamento di tale mercato ha dimostrato limiti sostanziali che si stanno traducendo nella già citata carenza di un vero mercato secondario e in un ricorso a tale strumento circoscritto alle Regioni e pochi grandi Comuni e Province, allorquando, invece, circa il 75% del debito totale delle Amministrazioni locali è di competenza degli Enti locali⁶⁵. Alla base dell’attuale stato del mercato, infatti, vanno innanzitutto individuati alcuni vincoli posti dal quadro delle norme e dei regolamenti che governano l’accesso alle emissioni obbligazionarie da parte degli enti decentrati, in particolare degli Enti locali⁶⁶.

Infatti:

- *l’obbligo che l’emissione avvenga a fronte di un preciso progetto di investimento chiaramente individuato* rappresenta un elemento di notevole rigidità alla possibilità che l’emittente si serva del mercato obbligazionario per sfruttare fasi congiunturali favorevoli che, come dimostra l’andamento degli ultimi anni dei mercati finanziari, sono spesso imprevedibili e rapide; ciò limita la potenziale appetibilità di tali strumenti per gli enti pubblici decentrati⁶⁷;
- *l’obbligo del rimborso del capitale sin dalla prima cedola*, prima di essere emendato con la legge 448 del 2001, ha costituito una forte ipoteca al collocamento di tali titoli sui mercati internazionali e alla possibilità di sviluppo di un mercato secondario, aspetti questi che esigono una forma del titolo semplice, con unico rimborso del capitale a scadenza (forma cosiddetta *bullet*); oggi gli Enti possono accumulare le quote di rimborso su un Fondo che viene svuotato al momento della scadenza finale o

⁶⁴ L’esperienza tedesca dei *jumbo- pfandbriefe*, come quella di altri paesi, dimostra, tuttavia, come sia possibile costruire un mercato fortemente sviluppato e liquido in pochi anni.

⁶⁵ Si aggiunga che l’espansione della posizione debitoria delle Regioni è un processo molto recente, connesso con le nuove responsabilità attribuite dallo Stato centrale per l’equilibrio finanziario nel settore sanitario.

⁶⁶ Legge n. 142 del 1990; legge n. 724 del 1994, art. 35 e 37; regolamento di cui al DM del Tesoro n. 420 del 1996; regolamento di cui al DM del Tesoro n. 457 del 1996; legge n. 448 del 2000.

⁶⁷ Questo regime riguarda gli Enti locali e infatti a questo obbligo molti analisti addebitano lo sviluppo dei BOR a danno dei BOC e BOP. Vedi Bufacchi, (2001).

attivare swap con controparti bancarie di tipo *risk transfer* che sostanzialmente replichino il piano di ammortamento;

- *l'obbligo che il rendimento effettivo lordo non superi di 100 basis points quello dei corrispondenti titoli di Stato e che il collocamento avvenga alla pari* si contrappone totalmente al principio per cui la fissazione dei prezzi (e quindi del costo) debba essere lasciata alla libero gioco della domanda e dell'offerta in modo che chi emette abbia una percezione esatta del *costo opportunità* di questa scelta di indebitamento;
- *l'obbligo di una durata non inferiore a 5 anni* si configura come un'ulteriore limitazione alla flessibilità di cui gli enti hanno bisogno per strutturare i titoli in modo coerente con le proprie esigenze e l'andamento mutante del mercato;
- *il trattamento fiscale dei titoli con la retrocessione del 6,25 per cento della cedolare secca* non trova alcuna giustificazione, se non quella di incentivare lo sviluppo del mercato in una fase di *start-up*; a regime, si tratta di una distorsione del *costo-opportunità* dell'indebitamento mediante titoli che tende, per conseguenza, ad alterare la composizione delle passività dell'ente locale interferendo con una politica di finanziamento che si interfacci compiutamente con l'andamento dei mercati.

Oltre a tutti questi elementi di natura normativa e regolamentare, l'accesso degli enti al mercato obbligazionario è anche seriamente condizionato da un lato *dalla carenza di personale qualificato in materia e di strutture di analisi idonee* da parte della stragrande maggioranza della moltitudine di Comuni e Provincie, e dall'altro *dall'assenza di un assetto istituzionale e organizzativo che dia luogo a momenti di coordinamento sia di tipo orizzontale* (tra diversi Comuni, Regioni e Provincie) sia di tipo verticale (tra lo Stato centrale e Amministrazioni locali) che consentano a tutte le realtà amministrative locali, anche quelle più piccole ma con sufficiente solidità finanziaria, di poter ricorrere al mercato obbligazionario a condizioni sostenibili.

Sulla base delle riflessioni sviluppate in questa sezione sull'attuale condizione delle fonti e dei meccanismi che consentono al settore pubblico locale di finanziare le proprie posizioni debitorie, si evince come qualunque progetto di riforma debba considerare i seguenti come obiettivi imprescindibili per realizzare le rilevanti potenzialità di sviluppo insite nel sistema e per conseguire un assetto sufficientemente adeguato allo scopo di garantire un volume di risorse finanziarie crescente a condizioni meno onerose:

- *determinare una separazione più chiara e netta tra momento redistributivo, che attiene al problema del finanziamento di realtà più piccole e arretrate da perseguire mediante strumenti perequativi e di garanzia universale di accesso al credito, e momento allocativo, che attiene invece proprio ai meccanismi di funzionamento del mercato per il finanziamento degli investimenti degli enti decentrati; l'obiettivo da raggiungere si sostanzia in un elevato livello di trasparenza delle condizioni di accesso al mercato che consenta ai prenditori di fondi di ricevere segnali pienamente informativi per la definizione delle strategie di indebitamento;*
- *consentire alle banche di finanziare i mutui con strumenti specifici di raccolta capaci di valorizzare il merito di credito, mediamente elevato, degli enti decentrati, superando l'effetto "esternalità negativa" sopra descritto;*
- *rendere le obbligazioni una reale alternativa al mutuo bancario puntando alla creazione di un mercato secondario attivo e liquido;*
- *ampliare la gamma delle possibilità di posizionamento strategico per tutti gli attori del mercato del debito pubblico locale, in particolar modo per le banche; prenditori di fondi, investitori, istituti di credito devono poter disporre di un set più ampio di attività connesse direttamente ed indirettamente con il finanziamento del settore pubblico locale tra cui poter scegliere di specializzarsi, in modo da incentivare una progressiva estensione dei segmenti di operatività caratterizzati da condizioni di maggiore concorrenza;*
- *prevedere che un eventuale nuovo assetto istituzionale per il finanziamento degli investimenti degli settore pubblico locale sia coerente con il processo di decentramento in corso⁶⁸; in questo senso, per quanto attiene al mercato dei titoli, si tratta di pianificare strumenti istituzionali che incentivino per un verso il coordinamento orizzontale con l'obiettivo raggiungere una dimensione minima sufficientemente elevata di ciascuna emissione obbligazionaria e, per l'altro, il coordinamento verticale necessario per promuovere su scala nazionale un mercato secondario di tali titoli, adottando tutti gli accorgimenti organizzativi necessari a promuoverne la liquidità;*
- *evitare che la segmentazione dei canali di finanziamento tra titoli e mutui degli enti decentrati riduca l'efficienza complessiva del mercato per il finanziamento del settore*

⁶⁸

Così come delineato nella riforma del Titolo V della Costituzione.

pubblico locale, efficienza che in larga parte discende dal grado di liquidità che tali strumenti possono raggiungere; coerentemente con questa impostazione il sistema, nel medio – lungo periodo, dovrebbe vedere la formazione di un *mercato unico dei titoli per il finanziamento pubblico locale* emessi sia da enti pubblici che da intermediari finanziari.

6. Un modello di sviluppo del mercato dei titoli per il finanziamento pubblico locale

L'asse portante della proposta di riforma del mercato per il finanziamento del settore pubblico locale che viene avanzata in questa sede parte dalla necessità di conseguire un vero sviluppo del mercato dei titoli emessi da questo settore dell'economia, puntando a ottenere quei livelli di spessore e liquidità che diano un impulso di efficienza a tutto il resto del sistema finanziario impegnato, direttamente e indirettamente, nel finanziamento degli investimenti promossi dalle Amministrazioni locali.

A ispirare la proposta di riforma è stata l'analisi dell'esperienza del Tesoro italiano come gestore del debito pubblico statale. Negli anni novanta, il Tesoro è riuscito a fare della sua debolezza – l'enorme dimensione del debito – un punto di forza sui mercati obbligazionari europei, dal momento che oggi i titoli di Stato, almeno relativamente al comparto BTP e CCT, vengono percepiti come tra i più liquidi⁶⁹, consentendo al Tesoro di finanziarsi scontando un cospicuo "premio di liquidità". La chiave di questo successo è sicuramente da rintracciare in quell'insieme di norme e soluzioni tecnologico-organizzative che hanno consentito un formidabile sviluppo del mercato secondario regolamentato all'ingrosso (MTS)⁷⁰ che oggi garantisce *spread* denaro – lettera molto contenuti, transazioni eseguite molto rapidamente, disponibilità dei prezzi in tempo reale, la possibilità di scambiare volumi anche molto ampi e minimi margini di errore in fase di regolazione e compensazione (*settlement e clearing*).

Sebbene le dimensioni del debito pubblico locale non sono neanche minimamente comparabili con quello statale, *esistono, nondimeno, una serie di accorgimenti e di tecniche di gestione del debito adottate del Tesoro che possono risultare estremamente utili per concepire un disegno di riforma dell'assetto del debito che punti in particolare sullo sviluppo del segmento obbligazionario.*

⁶⁹ Insieme a quelli governativi tedeschi, francesi e spagnoli.

⁷⁰ Attualmente MTS è un mercato telematico che opera mediante una sofisticata piattaforma elettronica che garantisce la massima trasparenza dei prezzi e l'esecuzione esatta delle transazioni su base continuativa.

Dati gli obiettivi per una riforma del mercato per il finanziamento del settore pubblico locale richiamati alla sezione precedente, il *modello di sviluppo* qui proposto si basa essenzialmente su un processo di ristrutturazione che dovrebbe portare alla formazione di *tre grandi canali di finanziamento degli investimenti degli enti decentrati*, corrispondenti ad altrettanti *comparti del nuovo mercato del debito pubblico locale*:

- *titoli standardizzati su base nazionale, e quindi caratterizzati da elevata sostituibilità, con un volume circolante sufficientemente ampio*; per raggiungere una soglia minima adeguata è necessario che gli enti ricorrano sistematicamente alla formazione di consorzi di emissione allo scopo di immettere sul mercato un nuovo titolo o di “riaprirne” uno già in circolazione – aperto inizialmente dallo stesso consorzio o da un altro - con caratteristiche fortemente standardizzate (si veda in seguito), per un volume nominale sufficientemente elevato in grado di attrarre l’attenzione di numerosi operatori mercato, soprattutto quelli ad elevato standing nazionale e/ o internazionale;
- *mutui erogati dagli istituti di credito privati* che a loro volta si rifinanziano con *obbligazioni speciali di tipo “covered”*;
- *mutui erogati dalla CDP* essenzialmente verso enti che non riescano ad accedere ai mutui bancari o al finanziamento mediante titoli.

6.1. Il comparto di emissione diretta da parte degli enti decentrati

Nel sistema che qui viene proposto gli enti decentrati possono emettere titoli obbligazionari direttamente sul mercato finanziario secondo modi e forme decisamente diverse da quelli attuali.

Si prevede innanzitutto un meccanismo di *standardizzazione istituzionale* delle principali caratteristiche dei titoli. Diversamente dal sistema attuale, dove gli enti, pur nei vincoli fissati da leggi e regolamenti, scelgono individualmente il formato, la scadenza, la modalità di collocamento e il tipo di cedola, l’idea che si propone è che gli enti possano ricorrere ad un *menù* di titoli predefinito a livello nazionale. Tale *menù* viene stabilito attraverso una apposita istanza istituzionale, che nella fattispecie può essere rappresentata da un Comitato Tecnico interistituzionale collegato alla Conferenza Stato – Regioni – Autonomie locali, composto anche da rappresentanti degli organismi di supervisione del sistema finanziario e bancario italiano quali il Ministero dell’Economia, la Consob e la Banca d’Italia. Tale decisione rappresenterebbe uno degli momenti essenziali del cosiddetto *coordinamento verticale*. Oltre

scegliere tra i titoli del menù, ogni emittente stabilisce quando ricorrere all'emissione sulla base del calendario predefinito dal Comitato (si veda il paragrafo seguente), per quali volumi, e se attivare contestualmente operazioni derivate per la gestione del rischio di tasso e di valuta (in caso di emissioni in valuta).

Allo stesso Comitato Tecnico verrebbe demandata la preparazione del “Regolamento del mercato dei titoli per il finanziamento pubblico locale” in ossequio al nuovo assetto costituzionale della Repubblica, che stabilisce le competenze esclusive e concorrenti sulla base del principio di sussidiarietà. L'azione di coordinamento verticale del Comitato, che in parte confluisce nella predisposizione del Regolamento, e in parte si sviluppa attraverso l'instaurazione di una rete di scambi informativi tra i diversi livelli di governo, deve mirare ai seguenti obiettivi:

- *armonizzare le regole di funzionamento del segmento primario dei nuovi titoli con quelle previste per i titoli di Stato e prevedere procedure che consentano di fissare un calendario delle emissioni il più possibile “coerente” con le più importanti emissioni obbligazionarie in Italia (per esempio, quelle dei titoli di Stato) e in Europa (per esempio, altri governi europei);*
- *stabilire forme e regole organizzative del mercato secondario, un sistema di **primary dealership** basato su obblighi e privilegi per i *market-makers* e criteri di misurazione e valutazione della performance degli stessi *primary dealers*;*
- *conferire allo stesso Comitato Tecnico un ruolo di advisor pubblico per tutti gli enti circa le opportunità di emissione che si aprono, in base alle condizioni di mercato e in rapporto alle esigenze di finanziamento degli enti stessi.*

Tra gli aspetti oggetto di regolamentazione del funzionamento di mercato da parte del Comitato Tecnico, assume un ruolo particolarmente importante – vista la dimensione tipica molto ridotta degli enti decentrati – la *dimensione minima dell'emissione*, ovvero la *dimensione minima della riapertura di titoli già emessi*: questo vincolo comporterà un forte incentivo perché l'emittente formale di ciascuna emissione sia rappresentato da un consorzio di emissione tra più enti dello stesso livello o di livelli diversi (cosiddetto coordinamento orizzontale), che dovrebbe divenire la modalità istituzionale tipica di accesso al mercato. Il consorzio stabilisce al suo interno le regole di riparto dell'incasso dell'emissione e delle

obbligazioni scaturenti dal titolo, sia per le cedole che per il rimborso, che vengono inserite nel prospetto informativo.

Per massimizzare la sostituibilità tra i titoli di diversi emittenti e consentire che le “riaperture” di un medesimo titolo da parte di enti e/o consorzi di enti diversi vengano percepite alla stregua di riaperture operate da un unico emittente, viene introdotto un meccanismo di *standardizzazione finanziaria*. L’obiettivo evidente consiste nel ridurre al minimo la segmentazione sul nuovo mercato dei titoli per il finanziamento pubblico locale dovuta al diverso rischio di credito degli emittenti, e quindi di favorirne la liquidità⁷¹. Il meccanismo da introdurre mira, in sostanza, a generare un sorta di *risk-pooling* a livello nazionale di tutti i rischi idiosincratici connessi con merito di credito dei singoli emittenti.

Tecnicamente parlando, si obbligano tutti gli enti – consorziati o meno - che intendono accedere direttamente al nuovo mercato obbligazionario nazionale dei titoli degli enti decentrati ad erogare un contributo ad un *Fondo Garanzia Titoli* (FGT), gestito da un ente pubblico nazionale ritenuto adeguato allo scopo in base a riconosciute competenze nella gestione di un portafoglio finanziario (ad esempio, la CDP oppure la stessa Banca d’Italia). L’entità del contributo è strettamente commisurata al *rating* del consorzio di emissione; a fronte del contributo, in caso di default finanziario dell’emittente, viene attivata una procedura che garantisce il coinvolgimento del FGT nel pagamento delle cedole e nel rimborso del titolo; tale coinvolgimento avviene fino a concorrenza delle somme disponibili⁷².

Pertanto l’esistenza del FGT consente di effettuare *risk-pooling* tra i rischi dei diversi emittenti ma non costituisce in nessun modo un meccanismo di *risk-insurance*, ossia di semplice assicurazione contro il rischio di default dell’emittente; esso, inoltre, non dà luogo a effetti indesiderati di tipo *moral hazard*, dal momento che le amministrazioni degli enti locali hanno tutto l’interesse a rimanere in carica e il default finanziario avrebbe come conseguenza tecnica, stabilita per legge, il commissariamento dell’amministrazione in carica al momento del default.

I singoli emittenti (quindi, generalmente, i consorzi di emissione) dovranno rivolgersi, come già previsto dalle norme vigenti⁷³, alla propria banca *advisor* perché individui e incarichi una

⁷¹ In sostanza un titolo connotato da una data denominazione viene riaperto più volte da diversi emittenti. Ogni riapertura è, però, associata esclusivamente all’emittente che la attiva e che pertanto ne risponde davanti al sottoscrittore per tutte le obbligazioni che ne derivano.

⁷² Questa misura viene introdotta al fine di precludere un intervento dello Stato a surrogata garanzia dei titoli pubblici locali, che sarebbe in contrasto con il nuovo dettato costituzionale.

⁷³ Legge n. 448 del 2001.

delle agenzie specializzate nell'assegnazione di *rating* perché proceda alla determinazione del rating dell'emittente; tale requisito diventa indispensabile non solo per accedere sui mercati obbligazionari con maggiore trasparenza ma anche per il calcolo della contribuzione da versare al FGT.

6.2. Il comparto dei mutui concessi dal sistema bancario privato

Il finanziamento dei mutui ordinari che le banche private concedono agli enti decentrati continua ad avvenire sia mediante gli strumenti attualmente disponibili sia mediante *emissioni di obbligazioni bancarie ad hoc*, del tipo *covered* illustrato nella sezione 4, che attualmente non sono previste dal Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (Dlgs n. 385 del 1993).

Da un punto di vista del funzionamento interno della banca che emette l'obbligazione *covered*, la procedura che si propone è ovviamente ben più articolata di quella delle obbligazioni ordinarie.

La banca istituisce al suo interno un'*amministrazione separata* specializzata nell'attività di concessione e gestione di quei mutui destinati agli enti decentrati che la banca stessa intende finanziare mediante tali obbligazioni. Questi mutui confluiscono in un apposito *Fondo di Copertura* (FdC) che garantisce specificatamente le obbligazioni (di tipo *covered*) emesse sul mercato proprio per il finanziamento dei mutui stessi.

L'autorità di vigilanza bancaria (nella fattispecie la Banca d'Italia) nomina un'agenzia indipendente che determina periodicamente - sulla base di metodi riconosciuti e standardizzati - il *rating* dell'*amministrazione separata* di cui sopra sulla base del merito di credito dei diversi mutuatari in *pooling*, sovrintende al rispetto delle procedure che regolano le modalità di introduzione e/o sostituzione e/o prelevamento dei mutui dal FdC, e controlla periodicamente che la consistenza del FdC sia congrua rispetto al valore nominale delle obbligazioni *covered* circolanti.

Le modalità di ricorso a tali obbligazioni da parte degli istituti di credito sono sottoposte allo stesso quadro regolamentare dei titoli nazionali di emissione diretta degli enti decentrati descritto al paragrafo 6.1; pertanto anch'esse sono soggette alla cosiddetta *standardizzazione istituzionale*.

Oltre al regime di standardizzazione istituzionale, queste obbligazioni sono anche sottoposte a quello di *standardizzazione finanziaria*. L'*amministrazione separata* è, infatti, tenuta ad

erogare un contributo al FGT commisurato a due *rating* diversi: il *rating* all'amministrazione separata stessa e il *rating* della banca nel suo complesso. Con il primo contributo l'investitore nei titoli *covered* è tutelato, attraverso di FGT, nei confronti di un default dei mutuatari che la banca non riesce a coprire con il pooling effettuato dalla sua *amministrazione separata*, così come dovutamente certificato dall'agenzia indipendente di cui sopra; con il secondo l'investitore nei titoli *covered* è tutelato, sempre attraverso il FGT, nei confronti di un default della banca che rivelasse uno stato di incapacità del FdC. Analogamente al meccanismo dei titoli *covered* in vigore in altri paesi⁷⁴, infatti, in caso di default della banca, l'*amministrazione separata* ed il relativo FdC passano automaticamente ad altra banca, scelta mediante apposite procedure dall'autorità di vigilanza, in modo da garantire la regolare vita dei titoli in circolazione. Se, tuttavia, il default bancario intacca – per violazione delle norme di salvaguardia dei *covered bonds* – il FdC dell'*amministrazione separata* e questo si manifesta insufficiente rispetto al valore di rimborso dei titoli *covered* emessi, gli investitori si troverebbero danneggiati per una causa attinente la solvibilità della banca e non quella degli enti pubblici locali mutuatari. Di qui la necessità di commisurare il contributo al FGT anche al *rating* della banca oltre che a quello dei mutuatari.

E' importante sottolineare come in quest'ultimo caso la tutela del FGT si attiva *solo dopo* che l'*amministrazione separata* viene passata ad altro istituto; pertanto questa forma di tutela dell'investitore finale in titoli *covered* non modifica gli incentivi *ex post* (il che avviene se si abbassano i costi collegati al default), ossia non implica *moral hazard* da parte della banca stessa.

6.3. La formazione di un mercato unico di titoli per il finanziamento del settore pubblico locale

La *standardizzazione istituzionale*, garantita dal coordinamento verticale e dalla regolamentazione del mercato, e *finanziaria* (ottenuta mediante il meccanismo di risk-pooling del FGT) dovrebbero consentire, nel medio termine, di dare luogo ad una *progressiva armonizzazione* del rischio di credito degli emittenti nella percezione della platea degli investitori, determinando una forte sostituibilità tra le diverse tipologie di titoli emessi non solo da diversi emittenti dei due comparti analizzati (diversi enti, diverse banche) ma anche tra i due diversi comparti (titoli di emissione diretta e *covered bonds*).

⁷⁴ Vedi sezione 4.

Il meccanismo che garantisce questo risultato è connesso alla omogeneizzazione del merito di credito degli emittenti così come percepito dagli investitori. Questo effetto di progressiva unificazione dei due comparti di mercato contribuirà a incrementare ulteriormente la liquidità del mercato dei titoli per il finanziamento pubblico locale. A garantire questo esito dovrebbe contribuire non solo l'effetto meramente quantitativo connesso ad un volume circolante di titoli tra loro sostituibili in forte aumento per effetto della progressiva fusione dei due comparti, ma anche l'aumento e l'insorgere di nuove opportunità di *trading* derivanti dalla graduale formazione di un'unica curva dei rendimenti di gran lunga più completa rispetto a quella dei singoli comparti⁷⁵

6.4. Il comparto della Cassa Depositi e Prestiti (CDP)

Nell'ambito di un modello proposto, si manifesteranno fenomeni di *cream-skimming* che in particolare impediranno agli enti minori e in condizioni più svantaggiate di beneficiare dello sviluppo del mercato finanziario del debito locale così come delineato finora. Questo fenomeno costituisce ovviamente una violazione del principio di eguaglianza dei cittadini degli enti decentrati e quindi necessita di politiche correttive.

A tal fine, oltre alla funzione svolta dalle politiche di coesione economica e sociale che devono prevedere un trasparente impegno finanziario a livello di Stato centrale e di UE, è necessario strutturare un sistema che offra a tutti gli enti decentrati la garanzia di potersi indebitare e di poterlo fare a condizioni minime accettabili.

Nel modello proposto si è scelto di accettare il fenomeno del *cream skimmig*, ponendo esplicitamente la CDP quale ente di garanzia per l'erogazione di mutui a condizioni uniformi e accettabili per tutti gli enti decentrati. In particolare la CDP verrà coinvolta nel finanziamento di quelle realtà incapaci e/o impossibilitate a beneficiare delle nuove opportunità di mercato che si dovrebbero aprire con il modello sopra descritto. Tra questi dovrebbero comparire prevalentemente enti con bilanci in forte difficoltà e sempre meno enti semplicemente piccoli, che oggi non riescono ad accedere ai mercati per un semplice problema di dimensione o di potere di contrattazione con il sistema bancario. Questi ultimi, infatti, dovrebbero entrare nelle "reti" create con i meccanismi di *standardizzazione finanziaria e istituzionale* ed avere in questo modo la possibilità di accedere al mercato.

⁷⁵ Naturalmente il processo di formazione di un'unica curva dei rendimenti sarà tanto più efficace quanto più il meccanismo di *risk-pooling* mediante il FGT riuscirà a "smussare" le differenze percepite dal mercato sul merito di credito di emissioni in tutto uguali salvo che per gli emittenti.

Nella sua operatività si prevede che la CDP fissi i tassi sui mutui a livelli *superiori* a quelli garantiti dal mercato agli enti decentrati di maggiori dimensioni e/o con bilanci sani; tali tassi dovranno comunque consentire alla CDP di coprire i costi della provvista attuata mediante il risparmio postale. Questo meccanismo di fissazione dei tassi consentirebbe di generare un naturale effetto di *moderazione* del mercato ma avrebbe anche l'effetto di garantire una più netta separazione tra finanziamenti concessi secondo le condizioni di mercato (*momento allocativo*) e quelli della CDP miranti a rispondere alle esigenze degli enti più svantaggiati (*momento redistributivo*).

Infine svolgendo la CDP un ruolo di prestatore di garanzia, il modello proposto preserva il suo particolare status di ente *no-profit and no tax*. A questo ruolo, come sopra menzionato, si potrebbe aggiungere quello di gestore del FGT, che la CDP potrebbe svolgere valorizzando le sinergie che si aprirebbero con l'attività di prestatore di garanzia.

6.5. Schema degli interventi per portare la riforma proposta a regime

Nelle quattro tavole sinottiche che seguono vengono riportati gli interventi di natura normativa, regolamentare e organizzativa che occorre porre in essere per portare a regime il modello di riforma del mercato per il finanziamento del settore pubblico locale illustrato fino a questo punto.

Tavola 1: Interventi di riforma dei requisiti previsti in capo all'ente per l'emissione di obbligazioni

Da abrogare	Da introdurre o da mantenere
Collegamento tra emissione e specifico progetto di investimento	<p>Vincolo aggregato per gli Enti locali sull'ammontare massimo di ricorso al debito sia sotto forma di mutui che di obbligazioni (simile a quello previsto per le Regioni), pari al fabbisogno in c/capitale del bilancio preventivo (differenza tra spesa per investimenti e trasferimenti, entrate in c/cap e entrate correnti utilizzabili per finanziare spese in c/cap) dell'esercizio in cui si desidera indebitarsi</p> <p>Vincolo di non utilizzabilità del debito per il finanziamento, anche di cassa, delle spese correnti</p> <p>Vincolo del 25%: la spesa per interessi dell'esercizio non può superare il 25% delle entrate relative ai primi tre titoli del rendiconto del penultimo esercizio precedente a quello in cui viene deliberata l'emissione del prestito</p>

Tavola 2: Interventi di riforma dell'operatività degli istituti di credito sul mercato obbligazionario

Da abrogare	Da introdurre o da mantenere
Obbligo a emettere un'unica tipologia di obbligazione secondo la legge bancaria n. 385 del 1993	<p>Possibilità di emettere obbligazioni <i>covered</i>: requisiti per le banche emittenti</p> <p>Regole sul Fondo di Copertura e Amministrazione separata concernenti:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>asset eligible</i> per il FdC • registrazione degli <i>asset</i> sul FdC • criteri di sostituzione, rimozione, introduzione di <i>asset</i> sul FdC • attività di supervisione da parte dell'agenzia indipendente • procedure fallimentari e ruolo del Fondo Garanzia Titoli • scambi di FdC tra banche • rapporto di copertura • obbligo di <i>rating</i> dell'Amministrazione separata

Tavola 3: Interventi di riforma dell'operatività della Cassa Depositi e Prestiti

Da introdurre
<p>Innovazioni normative finalizzate a:</p> <ul style="list-style-type: none"> • determinare una struttura dei rendimenti sui mutui concessi sempre al di sopra dei livelli di mercato (cioè dei titoli standardizzati nazionali, dei mutui bancari, etc..) • regolare le modalità di funzionamento tecnico e di gestione del FGT; • fissare i criteri di calcolo dei contributi al FGT basati sui rating degli emittenti

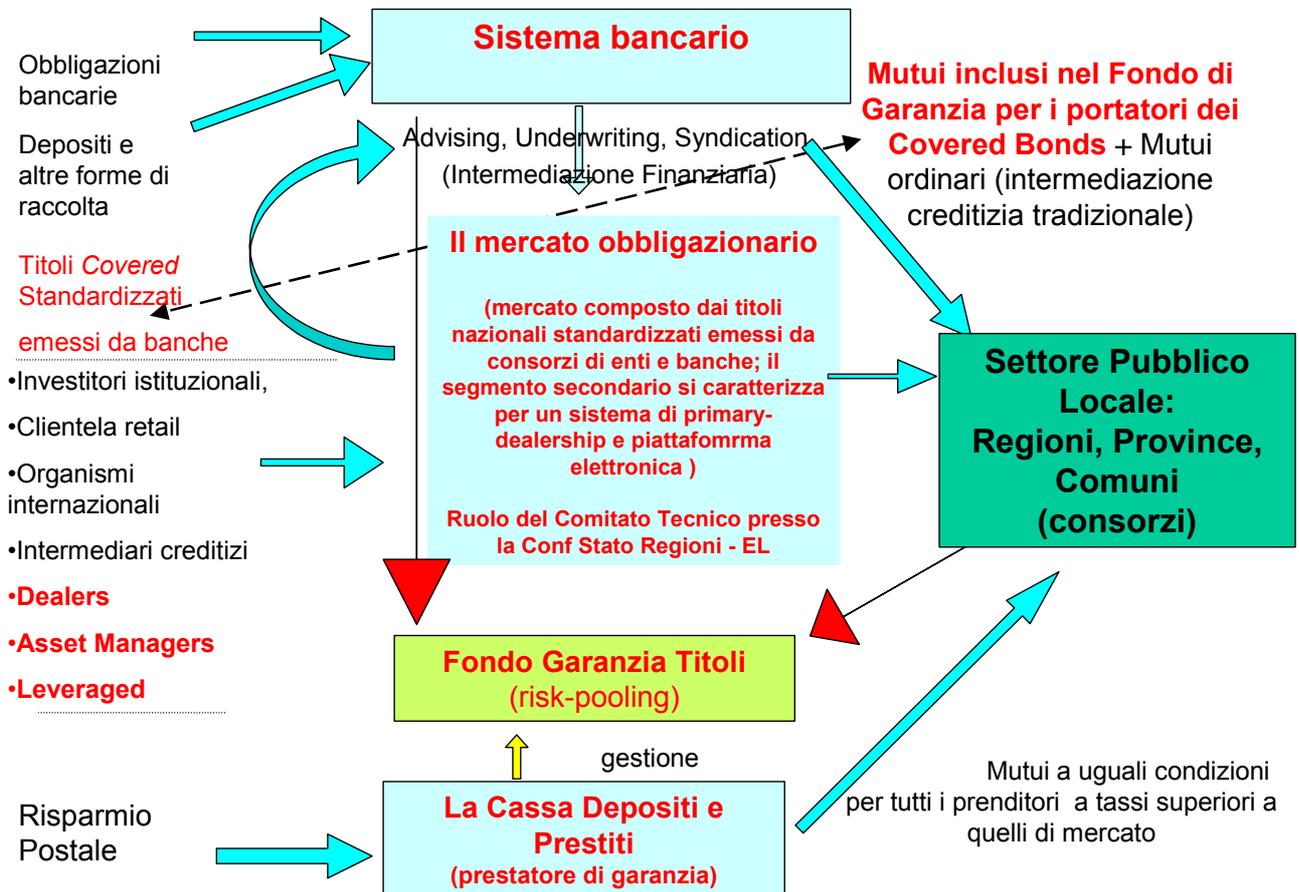
Tavola 4: Interventi di riforma del mercato dei titoli emessi direttamente dal settore pubblico locale

Da abrogare	Da introdurre o da mantenere
Retrocessione da parte dello Stato agli enti emittenti del 6,25% dell'imposta cedolare secca	Obbligo di <i>rating</i> per tutti gli enti che emettono titoli così come previsto dalla legge 448/2001
Massimale sul rendimento effettivo lordo delle emissioni pari al rendimento effettivo lordo sui titoli di Stato di analoga scadenza + 100 <i>basis points</i>	Obbligo di <i>rating</i> per tutte le banche autorizzate ad emettere titoli <i>covered</i>
Scadenza minima dei titoli fissata a 5 anni	Regola che preveda il finanziamento degli obblighi di <i>rating</i> degli enti con i risultati della gestione del FGT
	Snellimenti e semplificazioni delle procedure di quotazione dei titoli degli enti decentrati previste nel d. Min. Tesoro n. 457 del 1996.
	Istituzione della Commissione Tecnica interistituzionale per la regolamentazione del mercato e la definizione dei meccanismi di standardizzazione istituzionale dei titoli, presso la Conferenza Stato-Regioni-Enti locali
	Possibilità che anche gli Enti locali emettano in forma "bullet" versando su uno specifico Fondo di Ammortamento interno le rate di ammortamento del capitale o aprendo swap di tipo <i>risk transfer</i> con controparti bancarie

Nello schema finale (figura 2) viene illustrato come dovrebbe presentarsi il sistema a regime, dopo l'attuazione della riforma, con l'evidenziazione dei flussi finanziari.

Figura 2.

Il mercato del debito del Settore Pubblico locale: la proposta di riforma a regime



Appendice statistica

Tavola 1: Evoluzione degli aggregati del Settore pubblico
(dati in percentuale del PIL)

anni	1971	1978	1980	1985	1990	1995	2000
Amministrazioni pubbliche							
entrate totali	34,44%	36,52%	33,45%	38,62%	42,36%	45,20%	46,94%
- correnti	34,11%	36,32%	33,19%	38,34%	42,10%	44,35%	45,37%
- c/capitale	0,34%	0,21%	0,26%	0,28%	0,25%	0,85%	1,57%
spese totali	39,35%	46,27%	41,96%	51,20%	53,22%	52,23%	47,27%
- correnti	35,41%	41,72%	37,66%	45,28%	48,23%	48,77%	43,61%
- - interessi	2,73%	5,87%	5,28%	8,03%	9,57%	11,09%	6,47%
- c/capitale	3,94%	4,54%	4,30%	5,92%	4,99%	3,46%	3,66%
saldo primario	-2,18%	-3,88%	-3,23%	-4,55%	-1,30%	4,06%	6,14%
saldo complessivo	-4,90%	-9,74%	-8,52%	-12,58%	-10,87%	-7,02%	-0,33%
Amministrazioni locali							
entrate totali	5,62%	12,57%	11,79%	14,34%	13,47%	12,90%	13,65%
- correnti	4,95%	10,07%	10,61%	12,01%	11,88%	11,73%	12,60%
- c/capitale	0,67%	2,49%	1,18%	2,33%	1,59%	1,17%	1,04%
spese totali	7,27%	11,88%	12,91%	14,42%	14,79%	12,83%	13,50%
- correnti	5,89%	9,03%	10,01%	11,38%	11,93%	10,83%	11,15%
- - interessi	0,93%	0,81%	0,60%	0,76%	0,64%	0,52%	0,33%
- c/capitale	1,38%	2,85%	2,90%	3,04%	2,86%	2,01%	2,35%
saldo primario	-0,72%	1,50%	-0,52%	0,68%	-0,67%	0,59%	0,48%
saldo complessivo	-1,64%	0,69%	-1,12%	-0,08%	-1,31%	0,06%	0,14%
Amministrazioni regionali							
entrate totali	0,76%	6,64%	6,99%	8,30%	8,05%	7,93%	8,96%
- correnti	0,68%	5,27%	6,10%	7,22%	7,19%	7,30%	8,36%
- c/capitale	0,07%	1,36%	0,89%	1,08%	0,86%	0,64%	0,60%
spese totali	0,67%	5,11%	7,02%	7,84%	9,31%	7,84%	8,63%
- correnti	0,39%	3,80%	5,47%	6,35%	7,34%	6,45%	7,31%
- - interessi	0,02%	0,01%	0,01%	0,03%	0,03%	0,14%	0,07%
- c/capitale	0,28%	1,30%	1,54%	1,50%	1,97%	1,39%	1,32%
saldo primario	0,11%	1,54%	-0,01%	0,49%	-1,23%	0,24%	0,41%
saldo complessivo	0,09%	1,53%	-0,02%	0,46%	-1,26%	0,09%	0,33%

Fonte: nostra elaborazione su dati *Relazione generale sulla situazione economica del Paese*, anni vari.

Tabella 2: Evoluzione delle relazioni finanziarie tra livelli di governo

(dati in percentuale del PIL)	1979			1989			1999		
	Settore statale	Regioni e Province autonome	Province e Comuni	Settore statale	Regioni e Province autonome	Province e Comuni	Settore statale	Regioni e Province autonome	Province e Comuni
Pagamenti correnti	32,80%	5,26%	5,07%	38,33%	7,07%	4,23%	27,40%	7,19%	3,98%
- trasferimenti	13,62%	4,68%	1,25%	18,61%	6,36%	0,44%	13,23%	6,37%	0,42%
- - a Settore statale	-	0,03%	0,02%		0,03%	0,01%		0,00%	0,00%
- - a Regioni	4,94%	-	0,08%	7,39%		0,04%	4,35%		0,01%
- - a Comuni e Province	3,66%	0,23%	-	2,69%	0,29%		1,14%	0,38%	
- - a Sanità	-	4,21%	0,04%		5,26%	0,01%		5,19%	0,02%
- interessi	5,47%	0,02%	0,47%	8,59%	0,03%	0,72%	6,43%	0,10%	0,30%
Pagamenti di capitali	4,10%	1,55%	1,08%	3,40%	1,62%	1,95%	2,14%	1,31%	1,34%
- costituzione di capitali fissi	1,64%	0,30%	0,96%	0,92%	0,34%	1,42%	0,32%	0,21%	1,23%
- trasferimenti	2,46%	1,13%	0,13%	2,46%	1,28%	0,06%	1,79%	1,04%	0,11%
- - a Regioni	0,66%	-	0,00%	0,66%		0,00%	0,42%		0,00%
- - a Comuni e Province	0,11%	0,04%	-	0,33%	0,23%		0,34%	0,25%	
- - a Sanità	-	0,02%	-		0,16%			0,15%	
Pagamenti per partite finanziarie	1,21%	0,01%	1,51%	1,51%	0,21%	1,32%	1,42%	0,07%	0,49%
Totale pagamenti	38,11%	6,83%	7,67%	43,24%	8,90%	7,49%	30,97%	8,58%	5,82%
Incassi correnti	26,23%	5,57%	5,60%	31,88%	7,43%	4,60%	28,46%	7,81%	4,09%
- entrate tributarie	20,02%	0,14%	0,41%	24,94%	0,62%	0,77%	25,70%	3,31%	1,69%
- trasferimenti	1,85%	5,30%	4,69%	1,18%	6,77%	3,23%	0,71%	4,40%	1,54%
- - da Settore statale		4,94%	3,66%		6,39%	2,69%		4,35%	1,14%
- - da Regioni	0,03%		0,23%	0,03%		0,29%	0,00%		0,38%
- - da Comuni e Province	0,02%	0,08%		0,01%	0,04%		0,00%	0,01%	
Incassi in conto capitale	0,72%	1,22%	0,42%	0,29%	1,07%	1,15%	0,10%	0,47%	0,92%
- trasferimenti	0,22%	1,16%	0,34%	0,21%	1,05%	0,62%	0,02%	0,47%	0,83%
- - da Settore statale		0,66%	0,11%		0,66%	0,33%		0,42%	0,34%
- - da Regioni			0,24%			0,23%			0,25%
Incassi da partite finanziarie	0,35%	0,02%	1,81%	0,35%	0,27%	1,96%	0,40%	0,10%	0,68%
Totale incassi	27,30%	6,81%	7,83%	32,53%	8,77%	7,71%	28,96%	8,39%	5,70%
Fabbisogno complessivo	-10,82%	-0,02%	0,16%	-10,71%	-0,13%	0,22%	-2,01%	-0,19%	-0,11%

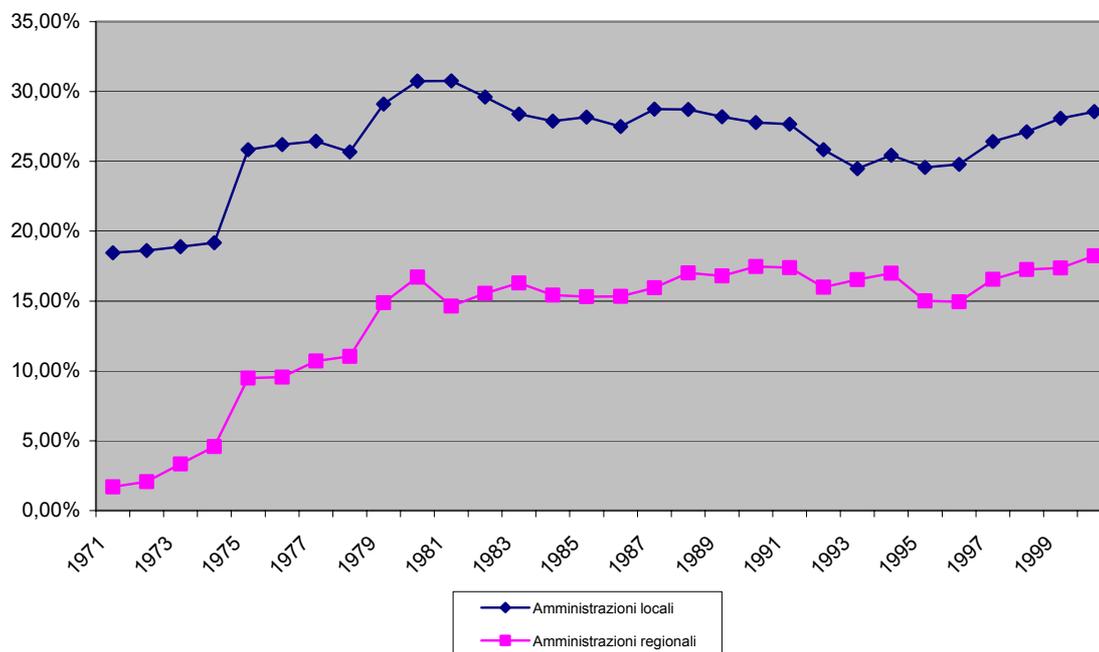
Fonte: nostra elaborazione su dati della *Relazione generale sulla situazione economica del Paese*, anni vari.

Tabella 3: Struttura e caratteristiche degli investimenti pubblici locali

anni	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Incidenza degli investimenti delle Amministrazioni locali e regionali sul totale delle Amministrazioni pubbliche											
AL	69,77%	65,63%	64,58%	66,13%	66,24%	67,24%	70,71%	72,52%	71,23%	72,69%	73,39%
AR	10,84%	10,88%	10,98%	11,48%	10,66%	10,50%	10,79%	10,33%	9,99%	9,80%	10,59%
Incidenza dei trasferimenti in conto capitale sulle spese di investimento											
AL	68,00%	63,27%	66,50%	64,96%	47,13%	63,11%	50,69%	54,56%	51,20%	48,62%	44,83%
AR	239,62%	201,12%	204,65%	235,54%	172,91%	234,82%	188,93%	232,01%	218,90%	183,45%	156,73%

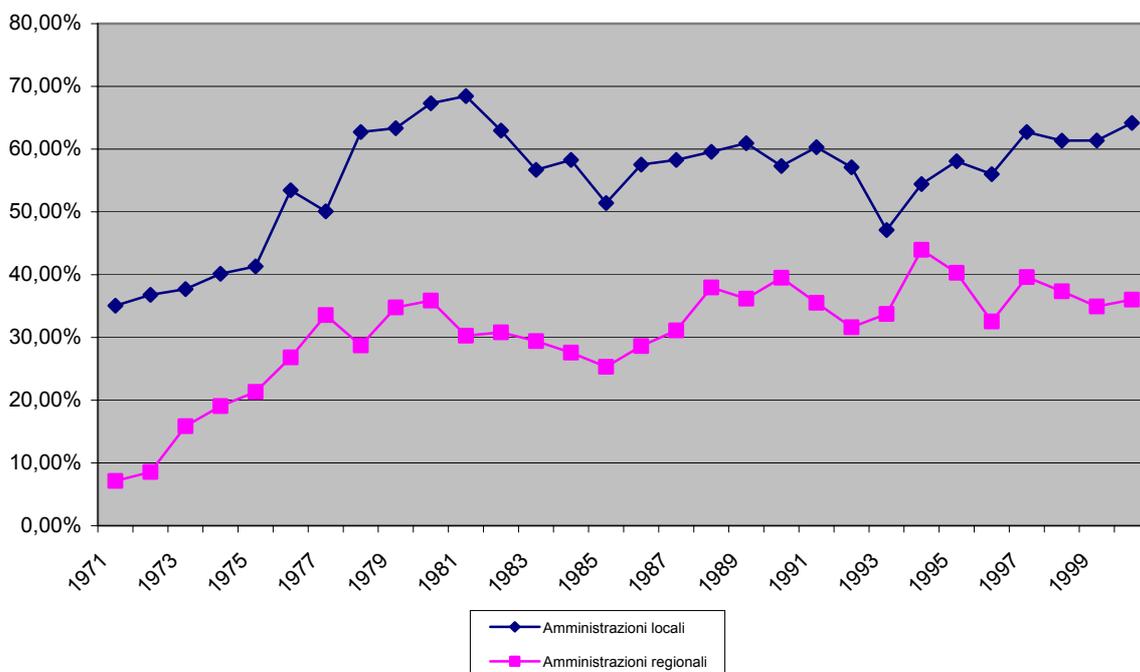
Fonte: nostra elaborazione su dati ISTAT.

Grafico 1: Spesa pubblica delle Amministrazioni locali e regionali in proporzione al totale delle Amministrazioni regionali



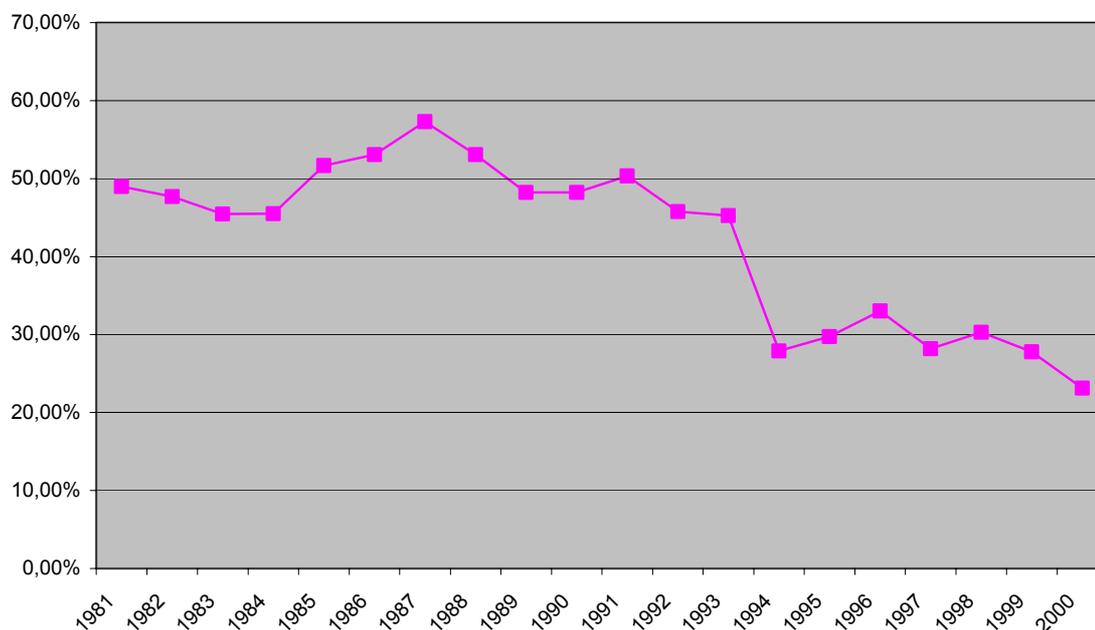
Fonte: nostra elaborazione su dati della *Relazione generale sulla situazione economica del Paese*, anni vari.

Grafico 2: Spesa pubblica in conto capitale delle Amministrazioni locali e regionali in proporzione al totale delle Amministrazioni regionali



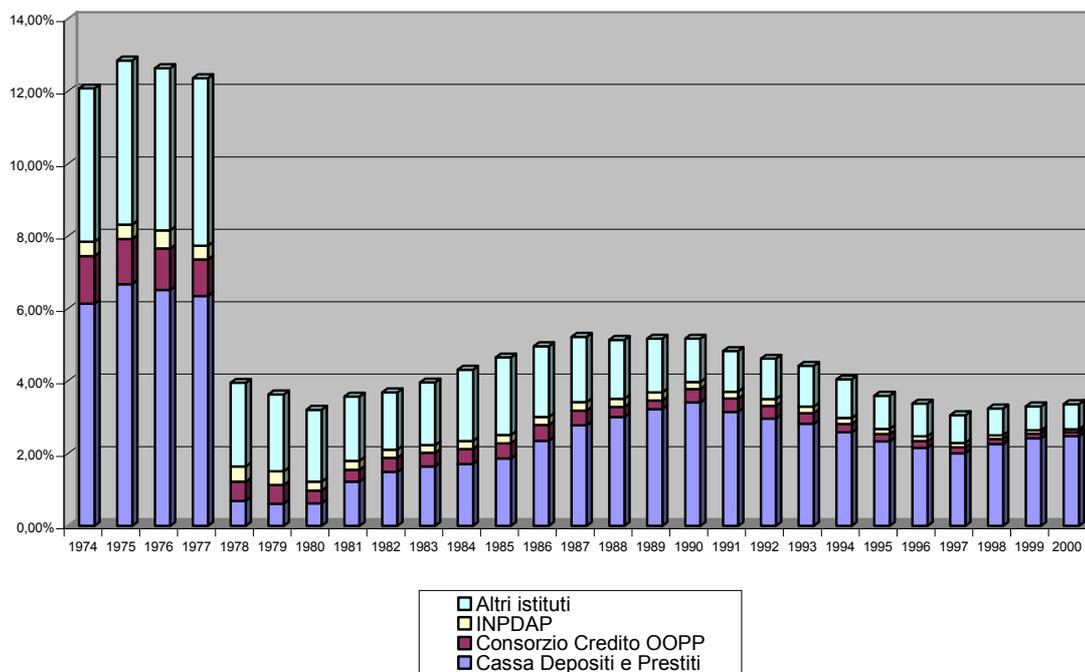
Fonte: nostra elaborazione su dati della *Relazione generale sulla situazione economica del Paese*, anni vari.

Grafico 3: Evoluzione del peso dei trasferimenti erariali sulla spesa complessiva degli Enti locali



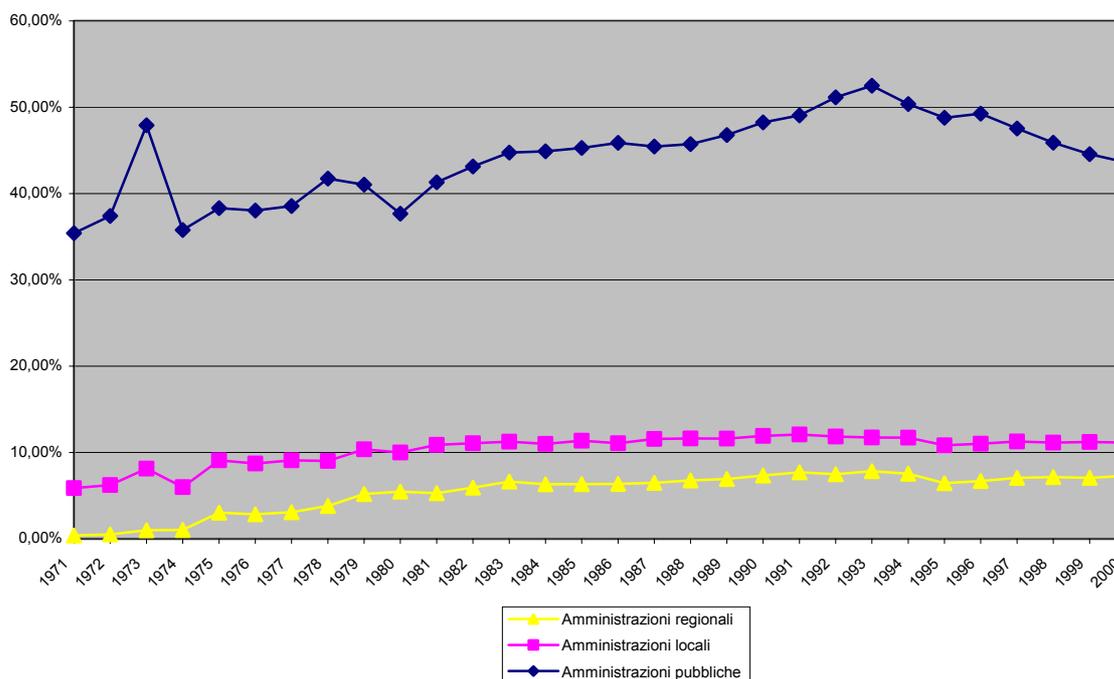
Fonte: nostra elaborazione su dati della *Relazione generale sulla situazione economica del Paese*, anni vari.

Grafico 4: Evoluzione e struttura del debito degli Enti locali



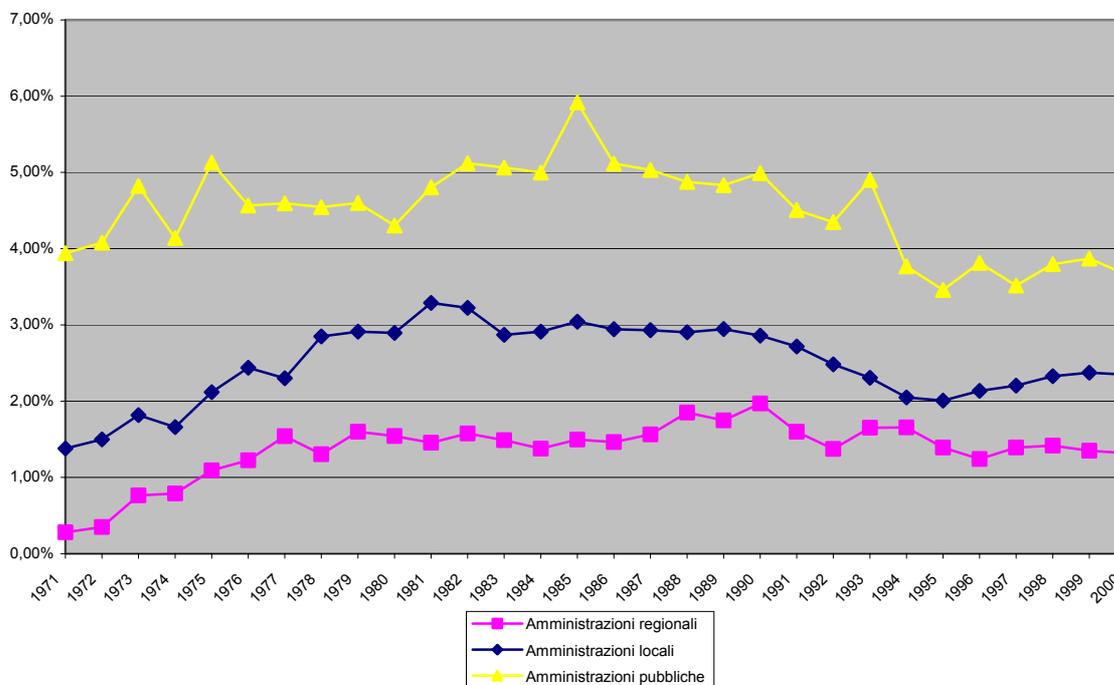
Fonte: nostra elaborazione su dati della *Relazione generale sulla situazione economica del Paese*, anni vari.

Grafico 5: Evoluzione della spesa corrente in rapporto al PIL



Fonte: nostra elaborazione su dati della *Relazione generale sulla situazione economica del Paese*, anni vari.

Grafico 6: Evoluzione della spesa in conto capitale in rapporto al PIL



Fonte: nostra elaborazione su dati della *Relazione generale sulla situazione economica del Paese*, anni vari.

Bibliografia

- Banca d'Italia (2001) *Supplemento Statistico*, Relazione Annuale del Governatore della Banca d'Italia.
- Bertolin I., C. Masiero, A. Merlotto, F. Righetti, D. Salmaso, L. Vittadello, A. Zennato (2001) *L'Ente Locale alla Luce dei Nuovi Strumenti di Finanziamento*, Dissertazione finale per il Corso di Finanza degli Enti Locali, Facoltà di Scienze Politiche, Università degli Studi di Padova.
- Bufacchi I. (2001) "È Boom ma Soltanto per i Bor", *Il Sole 24 Ore*, 7 maggio.
- Cassa Depositi e Prestiti (2001) *Bilancio e Relazioni 2000*.
- Dexia-Capital Markets (2002) *Credit Research. Local Authorities' Eurobonds Market Overview Q1-Q4*. January, www.dexia-crediop.it.
- Dexia-Crediop (2001) *Public Finance. Approfondimenti e Ricerche sulla Finanza Pubblica*. Ottobre, www.dexia-crediop.it.
- Dexia-Crediop (2001) *Public Finance. Approfondimenti e Ricerche sulla Finanza Pubblica*. Novembre, www.dexia-crediop.it.
- Dexia-Crediop (2001) *Newsletter*, novembre
- Deutsche Bundesbank (2001), *Monthly Report*, giugno
- EUROSTAT (2000), *National Accounts – Financial Accounts*,
- ISTAT, *Statistiche sui Bilanci Consuntivi delle Regioni e delle Province Autonome*, anni vari.
- ISTAT, *I Bilanci Consuntivi delle Amministrazioni Provinciali e Comunali*, anni vari.
- ISTAT, *I Bilanci Consuntivi delle Regioni e delle Province Autonome*, anni vari.
- ISTAT (1996) *Conti Economici Nazionali per Settore Istituzionale 1980 – 1995*, Collana d'Informazione
- Mastroeni O. (2001), *Pfandbrief-style Products in Europe*, BIS Papers, n. 5.
- Ministeri del Tesoro e del Bilancio e della Programmazione economica, *Relazione Generale sulla Situazione Economica del Paese*, anni vari.
- Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione economica, *Relazione Generale sulla Situazione Economica del Paese*, anni vari
- Ministero dell'Economia e delle Finanze (2000) *Relazione Generale sulla Situazione Economica del Paese*, voll. I-III.

Rosa F. (2002), "Parlamento e Nuovo Titolo V della Costituzione. Alcuni interrogativi sull'assetto del procedimento legislativo dopo la recente riforma", mimeo, www.unisi.it/ricerca/dip/dir_eco/COMPARATO/rosa.doc

Salvemini M.T. (1997) "Il finanziamento degli investimenti degli Enti Locali", mimeo.

Salvemini M.T. (2002) *Il Credito agli Enti Locali in Italia e in Europa*. EDIBANK.