

Decentramento e mercato del debito pubblico locale *

LUCIANO GRECO e DAVIDE IACOVONI

1. Introduzione

L'attuale situazione della finanza pubblica decentrata in Italia è il risultato di una profonda riforma, che ha lasciato sostanzialmente invariate le funzioni attribuite agli enti decentrati rispetto alle innovazioni degli anni '70 (Grafico 1 in Appendice), incidendo invece sui processi istituzionali delle scelte pubbliche e sulle modalità e responsabilità di finanziamento.

Negli anni '70 si affermò in Italia il modello della cosiddetta finanza derivata,¹ che comportava un forte controllo centrale sulle scelte

□ Università degli Studi di Padova, CRIEP, Padova, e Università Commerciale L. Bocconi, Econpubblica, Milano; e-mail: luciano.greco@unipd.it;

Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro, Roma; e-mail: davide.iacovoni@tesoro.it.

* Si ringraziano Stefania Biasutti (Ministero dell'economia e delle finanze, Dipartimento del Tesoro,) e Angelo Montani (Istat) per l'indispensabile supporto informativo, due *referees* anonimi, Gianluca Lobefalo, Valeria Renaldin e Filippo Simioni (Provincia di Padova, Settore risorse finanziarie) nonché i partecipanti al seminario organizzato dal centro ricerche REF a Milano (luglio 2003) per i suggerimenti e le preziose osservazioni. È da addebitarsi ai soli autori la responsabilità degli eventuali errori oltre che delle opinioni espresse nell'articolo, che non necessariamente corrispondono a quelle del Ministero dell'economia e delle finanze.

¹ Il modello di finanza derivata, tendente a contemperare la centralizzazione della programmazione e del reperimento delle risorse finanziarie e fiscali con il decentramento della spesa pubblica in attuazione di un disegno politico di avvicinamento delle istituzioni ai cittadini, fu il risultato di quattro interventi strutturali negli anni '70: l'istituzione delle regioni ordinarie e la relativa attribuzione di risorse; la riforma dell'assistenza ospedaliera del 1974 e, nel 1978, l'istituzione del servizio sanitario nazionale; la centralizzazione del prelievo fiscale attraverso la riforma tributaria; il consolidamento della finanza locale (con i cosiddetti decreti Stammati del 1977).

delle autonomie attraverso trasferimenti erariali e vincoli amministrativi. Già nel corso degli anni '80 il dibattito scientifico e istituzionale mise in evidenza l'inefficienza di questo assetto, per l'eccessiva compressione dell'autonomia e della programmabilità dei bilanci decentrati. I primi tentativi di correzione della finanza derivata portarono all'ampliamento del ruolo e del peso quantitativo degli strumenti tributari propri degli enti decentrati (Grafici 2 e 3).

Nel corso degli anni '90 la riforma strutturale della finanza regionale e locale divenne una delle chiavi del risanamento della finanza pubblica, nella convinzione che la finanza derivata avesse accresciuto l'irresponsabilità finanziaria complessiva. Una serie di riforme relative al decentramento fiscale, finanziario e amministrativo, pur non incidendo sulla dimensione finanziaria delle funzioni decentrate, hanno condotto a un nuovo modello di finanza decentrata a costituzione invariata, con la profonda trasformazione dei meccanismi di finanziamento degli enti decentrati.

La riforma del Titolo V della seconda parte della Costituzione, intervenuta nel 2001, ha consolidato il processo di cambiamento istituzionale iniziato negli anni '90. Secondo alcune stime, una nuova fase di decentramento delle funzioni pubbliche potrà condurre a un incremento della spesa primaria delle amministrazioni locali nell'ordine di 6-7 punti percentuali in rapporto al Pil, accrescendone la quota sulla spesa primaria delle amministrazioni pubbliche dal 33,7% del 2003 a poco meno del 50%.²

Nonostante i cambiamenti relativi alla struttura di finanziamento degli enti decentrati intercorsi tra gli anni '70 e gli anni '90, il dato costante della finanza pubblica italiana è la specializzazione di questi enti nel comparto della spesa in conto capitale (Grafico 1), che (pure in presenza di marcate oscillazioni) ha superato il 50% del totale delle amministrazioni pubbliche nel 1976, rimanendo sopra tale soglia per tutto il periodo successivo.³ Nel corso degli anni '90, questo trend sembra essersi rafforzato: la quota locale della spesa in conto capitale si è stabilizzata al di sopra del 60% tra il 1995 e il 2003. Considerando gli investimenti in opere e infrastrutture pubbliche (spesa per costituzione di capitali fissi, Grafico 3) le amministrazioni locali hanno speso tra

² ISAE (2003), Bordignon e Cerniglia (2003) e REFORME (2004).

³ L'eccezione del 1993 sembra trovare giustificazione sia nella manovra di risanamento finanziario avviata nel 1992 che negli effetti delle inchieste giudiziarie sugli appalti pubblici.

l'1,5% e il 2% del Pil nel corso degli ultimi quindici anni, laddove le amministrazioni pubbliche nel loro insieme hanno speso nello stesso periodo tra il 2% e il 4%.

A fronte di questa specializzazione delle amministrazioni locali e, in particolare, degli enti locali nel comparto degli investimenti pubblici, la consistenza del debito consolidato⁴ delle amministrazioni locali è scesa, nel corso degli anni '80, al di sotto del 5% del totale del debito consolidato delle amministrazioni pubbliche (Grafico 4). Tale riduzione rispondeva al canone della finanza derivata di centralizzazione delle politiche suscettibili di influenzare la stabilità macroeconomica e finanziaria (quindi, l'indebitamento verso il settore privato dell'economia). La tendenza al ridimensionamento del debito locale iniziò con il consolidamento della finanza locale del 1977 (Grafico 5), cui seguì un forte irrigidimento delle possibilità di indebitamento autonomo e un incremento non solo della finanza da trasferimento ma, con gradualità, anche dell'intermediazione finanziaria interna al settore pubblico (attraverso istituti quali il Crediop, fino al 1992, e la Cassa Depositi e Prestiti, fino al 2003).

Il generale fenomeno della riduzione del ruolo del settore statale nel finanziamento delle funzioni pubbliche decentrate, nel corso degli ultimi dieci anni, è risultato divergente rispetto alla crescita dell'intermediazione finanziaria statale, che tra il 1995 e il 2002 è rimasta sostanzialmente stabile tra il 2,5 e il 3% del Pil (Grafico 6). Alla fine del 2003, la trasformazione della Cassa Depositi e Prestiti in società per azioni (e lo scorporo dell'ente dall'aggregato delle amministrazioni pubbliche) ha determinato una drastica riduzione dell'intermediazione finanziaria interna al settore pubblico e, conseguentemente, un incremento del debito delle amministrazioni locali verso il settore privato (Grafico 4) che, per la prima volta dagli anni '80, è tornato al di sopra del 5% del totale delle amministrazioni pubbliche. Al di là di questi fenomeni, largamente influenzati dal riassetto istituzionale del settore pubblico, tra il 1995 e il 2003 il debito delle amministrazioni locali verso il settore privato è cresciuto anche per il rapido sviluppo delle emissioni di titoli pubblici locali (che nel 2003 ha superato l'1% della consistenza totale del debito delle amministrazioni pubbliche).

⁴ Cioè, il debito degli enti delle amministrazioni locali verso enti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche.

Questi fenomeni e la comparazione con l'esperienza di altri paesi, in cui il decentramento è più maturo (per esempio, la Germania), confermano la tendenza strutturale all'espansione del debito delle amministrazioni locali, accompagnata da una crescente ricomposizione in favore del settore bancario e finanziario. Tali tendenze comportano diversi rischi per il sistema della finanza pubblica nel suo complesso, in assenza di opportune riforme strutturali e di un quadro di coordinamento delle politiche di indebitamento.

L'attuale congiuntura costituzionale rende complessa la soluzione di questo problema. A seguito della riforma del Titolo V, lo stato centrale ha competenza esclusiva per la tutela del risparmio e dei mercati finanziari (oltre che una competenza generale di garanzia dell'unità economica del paese) ma può intervenire a determinare soltanto i principi fondamentali in materia di coordinamento della finanza pubblica, lasciando alla legislazione regionale la determinazione specifica delle norme in questa materia.⁵ Inoltre, il nuovo assetto costituzionale prevede l'eliminazione di ogni garanzia (*ex ante*) dello stato sul debito degli enti decentrati e una sostanziale limitazione del ruolo dei trasferimenti statali (cosiddetti contributi speciali) per il finanziamento delle spese d'investimento.⁶ Il quadro costituzionale attuale manca, invece, di un chiaro assetto di governo per le materie rispetto alle quali l'interesse nazionale (per esempio, al controllo macroeconomico e alla tutela del risparmio e dei mercati) deve trovare un temperamento con le esigenze (la cui tutela costituzionale risulta rafforzata) di autonomia degli enti decentrati.⁷

A fronte di questo quadro istituzionale, il fenomeno dell'indebitamento locale necessita di una maggiore efficienza finanziaria, consentendo agli enti decentrati di formulare correttamente le proprie valutazioni del costo-opportunità del finanziamento e favorendo una riduzione di tale costo grazie a un'offerta finanziaria più competitiva

⁵ Commi 2 e 3 dell'art. 117 della Costituzione.

⁶ Commi 5 e 6 dell'art. 119 della Costituzione.

⁷ La Corte costituzionale è intervenuta nel corso del 2003 a stabilire che i poteri tributari e in materia di finanza pubblica delle regioni, per essere esercitati, necessitano della specificazione dei principi fondamentali da parte della legge statale, in attuazione del terzo comma dell'art. 117 (REFORME 2004). Si tratta di un approccio assolutamente coerente con la preoccupazione di garantire la governabilità economica del sistema tributario e di finanza pubblica ma, certamente, interlocutorio rispetto al completamento della riforma costituzionale mediante istanze di governo delle materie condivise.

da parte di intermediari e mercati. Inoltre, la struttura geografica della finanza pubblica italiana determina importanti problemi distributivi che, se non correttamente affrontati e risolti, potranno minare la stessa attuazione del federalismo fiscale italiano.⁸

A partire da questi elementi, il presente lavoro analizza l'attuale modello di indebitamento pubblico locale italiano e alcune esperienze europee che hanno affrontato in maniera organica problemi analoghi (sezione 2). La sezione 3, dopo aver evidenziato le criticità dell'attuale sistema di indebitamento degli enti decentrati italiani, caratterizza alcune innovazioni tese a favorire la formazione di un mercato del debito pubblico locale efficiente e capace di contribuire alla stabilità della finanza pubblica e dei mercati finanziari. La sezione 4 contiene alcune considerazioni conclusive.

2. Il debito pubblico locale nell'esperienza europea e italiana

In Europa, il quadro della finanza pubblica appare piuttosto variegato dal punto di vista del grado di decentramento fiscale e amministrativo. Sembra, tuttavia, consolidarsi progressivamente una tendenza al decentramento della finanza pubblica. Numerosi paesi europei nell'ultimo decennio hanno intrapreso un percorso di rafforzamento dei poteri delle amministrazioni locali, con ripercussioni rilevanti sulla composizione degli aggregati di finanza pubblica.⁹

Pertanto, l'incidenza del debito delle autorità di governo locali sul totale del debito delle amministrazioni pubbliche non è uniforme né essa è stata stabile negli ultimi anni. Infatti, mentre l'incidenza media nell'Unione Europea (UE) del debito locale su quello complessivo è cresciuta tra il 1998 e il 2002 dal 12 al 14% circa, la variabilità intorno alla media è sempre rimasta elevata: alla fine del 1998 in alcuni paesi, come la Grecia, questa variabile era prossima allo 0,3%, laddove in altri, come la Germania, il Lussemburgo, l'Olanda e la Spagna, raggiungeva rispettivamente il 35,8%, il 26,1%, il 17,7% e il 15,9%; a fine 2002 la Grecia, seppure a seguito di una forte espansione, rimane il

⁸ REFORME (2004, cap. 2).

⁹ REFORME (2004, cap. 1).

paese a minore incidenza del debito locale (0,6%), mentre paesi quali il Lussemburgo, la Germania, la Spagna e l'Olanda continuano a presentare livelli notevolmente più elevati – rispettivamente il 40,1%, il 38,4%, il 16,6% e il 16,3% –, rivelando una distribuzione dei poteri tra i diversi livelli di governo in evoluzione ma che rimane notevolmente diversificata (Grafico 7).¹⁰ In Italia, il peso del debito pubblico locale, sebbene in crescita, rimane ben lontano dai livelli del gruppo di paesi appena menzionato.

Anche in termini puramente quantitativi il fenomeno del debito locale si presenta molto diversificato a livello europeo. È difficilmente rintracciabile una relazione statisticamente significativa che consenta di ricondurlo ad alcuni dati distintivi dei vari paesi, come ad esempio il reddito nazionale. In paesi come il Belgio e l'Olanda, il rapporto debito locale/Pil varia tra l'8 e il 12%, livelli analoghi a quelli riscontrati in paesi come la Spagna e la Francia. In altri, come l'Austria, il Portogallo e la Finlandia, tale variabile oscilla tra il 3 e il 6%, intervallo all'interno del quale si situano anche paesi come il Regno Unito e la Svezia (Grafico 8).¹¹ Anche in termini di Pil, tuttavia, la Germania è il paese con il debito pubblico locale quantitativamente più rilevante su scala europea: il 23,5% del Pil, contro una media europea del 6,9%.

Se i diversi assetti costituzionali e i processi di riforma intervenuti possono contribuire alla comprensione della dinamica e della diversa rilevanza del debito pubblico locale in Europa, fondamentali sono anche gli aspetti concernenti l'organizzazione e il funzionamento dei

¹⁰ Le comparazioni vengono effettuate sulla base di dati EUROSTAT, *National Accounts – Financial Accounts*, di vari anni. Nell'aggregato debito delle amministrazioni locali è incluso il debito dei livelli di governo regionali o statali (nei paesi federali) e quello dei distretti subordinati, come le municipalità, le comunità locali e gli enti intermedi (vedi le province per l'Italia). Tale debito viene definito "consolidato" sebbene, almeno per l'Italia, i criteri di consolidamento utilizzati siano difforni da quelli adottati dalla Banca d'Italia. Come vedremo, infatti, per l'Italia i dati EUROSTAT non coincidono con i dati consolidati prodotti dalla Banca d'Italia (Supplemento Statistico alla *Relazione Annuale* del Governatore – Sezione Finanza Pubblica, vari anni), che evidenziano un peso ancora inferiore del debito degli enti decentrati sul totale del debito consolidato delle pubbliche amministrazioni. Una possibile spiegazione della differenza nelle procedure di consolidamento della Banca d'Italia e dell'EUROSTAT è relativa all'esistenza di una consistenza di debito degli enti locali che è stata assunta dallo stato a proprio carico in occasione del risanamento del 1977 di cui si è detto.

¹¹ L'Italia, stando ai dati EUROSTAT, sembra collocarsi nella fascia alta dei paesi europei per quanto riguarda il rapporto debito locale/Pil. Valgono, tuttavia, le considerazioni svolte nella precedente nota 9.

mercati domestici del debito pubblico locale, che hanno favorito processi di ricomposizione del debito del settore pubblico. Laddove le passività finanziarie di mercato degli enti pubblici decentrati (contratte, cioè, con soggetti esterni al settore pubblico) hanno subito una progressiva dilatazione e consolidamento, parallelamente sono stati introdotti strumenti e istituzioni in grado di garantire che tale fenomeno avvenisse a condizioni compatibili con obiettivi di efficienza e stabilità dei rispettivi sistemi finanziari.

Pertanto, prima di procedere a un'analisi delle opportunità e dei limiti dell'attuale sistema di indebitamento degli enti decentrati italiani, è utile illustrare a grandi linee alcune significative esperienze europee di riforma del mercato del debito pubblico locale, privilegiando i casi in cui il debito pubblico locale è rilevante rispetto al debito pubblico complessivo (Germania e Spagna) o rispetto alla ricchezza nazionale prodotta (Francia).¹²

2.1. *Il mercato del debito locale in Germania, Spagna e Francia*

Un connotato comune di questi tre grandi paesi europei è l'aver sviluppato negli ultimi venti anni un percorso di riforma del mercato del debito pubblico locale volto a conseguire obiettivi di efficienza allocativa, equità distributiva – tra enti locali che ricorrono al debito – e stabilità finanziaria dei sistemi economici nazionali. In riferimento a quest'ultimo obiettivo, l'appartenenza all'Unione Monetaria Europea (UME) ha fortemente caratterizzato le innovazioni introdotte in questi paesi in modo che esse garantissero un riassetto complessivo della finanza pubblica tra i diversi livelli di governo, compatibile con i vincoli determinati dal Patto di Stabilità e Crescita europeo.

Gli elementi comuni non devono tuttavia fare velo sulle notevoli diversità dei sistemi di indebitamento delle amministrazioni locali di questi paesi, a causa della diversa ripartizione dei poteri fiscali tra centro e periferia e del differente quadro normativo concernente i limiti di indebitamento, la composizione per strumenti e la gestione dei rischi – principalmente di tasso di interesse, di cambio e di rifinan-

¹² Per ovvi motivi si è scelto di non prendere in considerazione paesi di dimensioni troppo ridotte rispetto all'Italia, nonostante in alcuni di essi il debito pubblico locale abbia un'indubbia rilevanza, sia in termini di debito pubblico totale (come in Lussemburgo), sia di Pil (come in Belgio). Si vedano i grafici 7 e 8.

ziamento – relativamente al debito pubblico locale.¹³ Emerge, inoltre, un quadro piuttosto difforme circa il ruolo del settore privato (banche, intermediari finanziari e mercato) nella valutazione del merito di credito degli enti emittenti e nell'attività di finanziamento delle passività delle amministrazioni locali.

La Germania è un paese con consolidato assetto federale. Il fenomeno del debito pubblico locale ha assunto funzione e dimensioni coerenti con tale assetto; una particolare accelerazione della crescita del debito pubblico locale si è manifestata tra il 1996 e il 2003 (Grafico 9).

In Spagna (Grafico 9), sebbene su livelli ben inferiori, il debito pubblico locale rappresenta una componente significativa del debito pubblico complessivo. Le recenti riforme, che hanno ulteriormente rafforzato i poteri fiscali delle amministrazioni locali, hanno sicuramente contribuito all'evoluzione quantitativa di tale componente, che dal 2000 è ormai stabilmente oltre il 15% del debito pubblico complessivo. In termini di Pil, il debito delle amministrazioni locali spagnole si è lievemente ridotto, attestandosi al 9,2%, un livello comunque superiore alla media europea.

In Francia (Grafico 9), nonostante una distribuzione dei poteri fiscali molto sbilanciata verso il centro, il debito pubblico locale continua ad avere un ruolo rilevante. Dal 1996, la quota del debito locale sul debito pubblico complessivo è progressivamente scesa, rimanendo tuttavia oltre il 10%, non lontano dalla media europea. In rapporto al Pil, il debito pubblico locale francese si è ridotto invece solo marginalmente, rimanendo in linea con la media europea (circa 7%). La spiegazione, in controtendenza rispetto alla media europea, del processo di contenimento del debito pubblico locale è riconducibile all'assetto decisamente più centralizzato della finanza pubblica francese, che ha consentito al governo centrale di limitare, nell'ultimo decennio, l'espansione dell'indebitamento delle amministrazioni locali, senza per questo compromettere lo sviluppo qualitativo delle politiche di indebitamento locale.¹⁴

¹³ I vincoli posti dagli stati alle politiche di indebitamento delle amministrazioni locali, nella maggioranza dei casi, sono funzionali all'obiettivo di rendere sostenibile il peso complessivo delle passività accumulate da tali amministrazioni e dei rischi in capo a ciascuno di essi, in modo da minimizzare la probabilità di *bail-out* da parte dello stato centrale. Nell'ambito dell'UME, come ricordato nel testo, i vincoli rispondono anche a esigenze di controllo dell'aggregato del debito delle amministrazioni pubbliche.

¹⁴ I dati raccolti a livello di singolo paese (Grafico 9) presentano alcune differenze rispetto ai dati per il 1998 e il 2002 di EUROSTAT (Grafico 7), anche in questo caso

Dal punto di vista della composizione del debito pubblico locale,¹⁵ è certamente vero che in tutti questi paesi la quota dei finanziamenti concessi da istituzioni di carattere pubblico è stata e rimane prevalente.¹⁶ All'interno di tale quota, rimane di assoluto rilievo il ruolo delle agenzie pubbliche di finanziamento locale,¹⁷ cui è demandato tradizionalmente il ruolo di garantire a tutti gli enti, anche i più piccoli ed economicamente svantaggiati, condizioni di accesso al finanziamento eque, stabilite in base a parametri regolati a livello centrale. Oltre a svolgere questo servizio "universale", le agenzie pubbliche rappresentano un canale di provvista particolarmente vantaggioso dal momento che i tassi praticati sui mutui risentono del basso costo della raccolta di cui beneficiano, in quanto emittenti di natura pubblica.

Tuttavia, negli ultimi anni, le crescenti necessità finanziarie delle amministrazioni locali, la maggiore autonomia loro riconosciuta circa le politiche di indebitamento e il riassetto dei mercati finanziari nazionali (determinato dallo sviluppo del mercato unico europeo) hanno dato luogo a cambiamenti non trascurabili sia nella struttura dei costi di finanziamento che nella gamma dei prodotti finanziari disponibili per gli emittenti.

Oltre alle banche pubbliche, che per gli enti decentrati presentano indubbi vantaggi sotto il profilo della flessibilità contrattuale e della gamma di servizi accessori offerti rispetto alle agenzie pubbliche, si è infatti progressivamente consolidato il ruolo del mercato obbligazionario e delle banche private. Sebbene, a tutt'oggi, questi canali di offerta di risorse finanziarie non abbiano ancora un ruolo prevalente, è indubbio che nei paesi considerati essi stiano acquisendo un'importanza crescente.

Per quanto attiene alle forme di finanziamento, la Germania è stata anche uno dei primi paesi europei a consentire alle amministrazioni locali (in particolare ai *Länder*) di coprire le proprie esigenze di

(come per l'Italia) riconducibili ai diversi criteri di consolidamento dei debiti delle amministrazioni locali in seno all'aggregato delle amministrazioni pubbliche.

¹⁵ La distribuzione di tale debito tra regioni ed enti locali subordinati è molto diversa: mentre in Germania e Spagna il debito fa capo prevalentemente alle regioni (*comunidades autonomas* in Spagna e *Länder* in Germania), in Francia è di competenza prevalentemente di comuni (*communes*) e province (*départements*) considerati congiuntamente.

¹⁶ Salvemini (2002, pp. 23 e seguenti).

¹⁷ Principalmente, la Deutsche Ausgleichsbank (DtA) tedesca, la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) francese, l'Istituto de Credito Oficial (ICO) spagnolo.

finanziamento attraverso il ricorso diretto ai mercati obbligazionari. Sebbene il peso dei titoli di emissione diretta di questi enti sul mercato obbligazionario europeo sia ancora marginale, a fine 2001 il 50% dei titoli obbligazionari di regioni ed enti locali in circolazione in Europa era tedesco,¹⁸ detenuti prevalentemente da banche e investitori domestici, con un ruolo crescente di quelli internazionali.

Il sistema bancario privato svolge in Germania un ruolo fondamentale nel collocamento dei titoli, sottoscrivendone una quota rilevante, ma soprattutto attraverso servizi tesi a garantire che il collocamento dei titoli sul mercato avvenga nel modo più efficiente e ordinato possibile.¹⁹

Il mercato dei titoli emessi direttamente dalle amministrazioni locali ha iniziato a svilupparsi anche negli altri due paesi europei. Alla fine del 2001, i titoli obbligazionari emessi da enti decentrati spagnoli e francesi rappresentavano rispettivamente circa il 7²⁰ e il 2%²¹ del totale in circolazione emesso da enti decentrati europei. Il fenomeno, sebbene ancora di dimensioni limitate, ha presentato una dinamica molto accentuata negli ultimi due anni.²²

Sebbene in Europa la regolamentazione delle emissioni dirette da parte degli enti decentrati sia piuttosto eterogenea, le ragioni alla base della crescita di questo canale di finanziamento sembrano convergere verso un dato esplicativo comune: gli enti di maggiori dimensioni, con elevato merito di credito, trovano nell'emissione di titoli negoziabili una valida alternativa al prestito bancario, sia in termini di costo che di diversificazione delle passività finanziarie.

Oltre a ragioni strutturali connesse con il più generale orientamento al mercato da parte degli enti decentrati nell'attività di approvvigionamento finanziario, il rafforzamento del sistema bancario privato nel finanziamento delle amministrazioni locali si basa sulla possibi-

¹⁸ Salvemini (2002, p. 106).

¹⁹ Le banche di investimento svolgono compiti di consulenza finanziaria, supportano gli enti negli adempimenti necessari per l'attribuzione di un *rating* ufficiale, promuovono l'immagine degli stessi sui mercati in vista dei collocamenti, partecipano quindi ai sindacati (o consorzi) di collocamento con altre banche, si impegnano nella quotazione dei titoli sui mercati secondari e svolgono la funzione di controparte in operazioni derivate (come *swaps*, *swaptions*, ecc.) attivate contestualmente e/o successivamente al collocamento.

²⁰ EUROSTAT (2000), *National Accounts*.

²¹ Banco de España (2003).

²² Banco de España (2004) e INSEE (2004).

lità, introdotta negli ultimi anni nelle legislazioni dei paesi considerati, di emettere *covered bonds* (o *mortgage bonds*):²³ obbligazioni emesse dalle banche con il fine specifico di finanziare governi regionali e/o locali (o la concessione di mutui fondiari), a garanzia delle quali viene posto lo stesso *pool* di prestiti concessi a tali istituzioni pubbliche (o dai mutui fondiari stessi).

Ancora una volta, il paese di riferimento in Europa per questo tipo di prodotti è la Germania. Gli istituti di credito ipotecario e le 18 banche pubbliche tedesche (le cosiddette *Landesbanken* e le banche “speciali” pubbliche) sono autorizzate a emettere titoli per finanziare *pool* di crediti nei confronti del settore pubblico (o mutui fondiari), che a loro volta rappresentano delle garanzie dirette per coloro che investono in detti titoli (le cosiddette obbligazioni *Pfandbriefe*). Tali garanzie devono essere evidenziate nel bilancio della banca che emette la *Pfandbrief* in un apposito fondo di copertura e vanno a costituire patrimonio separato della banca, seppure iscritto nello stesso stato patrimoniale bancario.

In caso di fallimento della banca, l'investitore è tutelato da una doppia garanzia: può rivalersi in via esclusiva sul *pool* di crediti del fondo di copertura e, in caso di incapienza del fondo, sul resto del patrimonio della banca in qualità di creditore chirografario.²⁴ Inoltre, il *pool* di crediti a garanzia del titolo *covered* consente che questi ultimi vengano emessi con un merito di credito più elevato di quello dei singoli enti pubblici mutuatari, per via del *risk pooling* che viene realizzato in capo alla banca emittente.

Per via della natura pubblica dei mutuatari, del meccanismo di garanzia appena descritto e dell'adozione di un assetto normativo e di un sistema di vigilanza molto rigorosi nella tutela degli interessi degli obbligazionisti,²⁵ questo strumento viene percepito come un investi-

²³ 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 stabilmente a svilupparsi.

²⁴ Con questo sistema si attua un tipo di 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, data dal bilancio totale della banca che emette il titolo, che non è presente per le obbligazioni emesse a fronte di operazioni di cartolarizzazione (cosiddette *asset backed securities*).

²⁵ In particolare, l'investitore in *covered bond* è sempre tutelato circa la consistenza delle garanzie a fronte del volume di titoli in circolazione (cosiddetto rapporto di copertura).

mento a rischio estremamente esiguo. Non a caso molti *covered bonds* non presentano il *rating* della banca emittente – come avviene per le obbligazioni ordinarie, bensì godono di un *rating* uguale o addirittura superiore a quello del governo federale tedesco, permettendo agli enti locali di finanziarsi con il credito bancario a costi spesso sensibilmente inferiori a quelli dei mutui tradizionali o dei titoli di emissione diretta.

Una delle caratteristiche fondamentali delle *Pfandbriefe* è data dallo sviluppo del mercato secondario. Nella fase che ha fatto seguito alla loro introduzione, le *Pandbriefe* avevano un mercato secondario molto segmentato (legato al diverso *rating* degli emittenti) con scambi molto ridotti. Il premio di liquidità riconosciuto loro nei rendimenti non era paragonabile a quello di un titolo pubblico di analoga scadenza emesso dal governo federale.

Per affrontare questo problema, nel 1995 è stata introdotta nella legislazione tedesca la *Jumbo-Pfandbrief* (J-P), che può essere emessa solo da banche esplicitamente autorizzate, cui viene richiesto l'adeguamento a criteri che ne garantiscono la massima standardizzazione e uniformità.²⁶ Grazie anche all'introduzione di servizi di pronti contro termine su questi strumenti e a un collaudato sistema di *market-making*²⁷ (che garantisce elevati volumi scambiati con *spread* denaro-lettera contenuti, su base continuativa), il titolo ha raggiunto livelli di liquidità quasi analoghi a quelli dei titoli federali.²⁸

²⁶ La *Jumbo-Pfandbrief* non può essere quotata sui mercati secondari se non raggiunge un taglio minimo piuttosto elevato (1,3 miliardi di euro) e non può essere emessa per un volume inferiore ai 500 milioni di euro.

²⁷ I titoli vengono quotati sul mercato regolamentato specializzato EuroCredit-MTS, una piattaforma elettronica che consente la massima rapidità delle negoziazioni e della loro esecuzione; inoltre, è stato introdotto il relativo contratto *future* e gli indici obbligazionari internazionali assegnano alle J-P quote non trascurabili.

²⁸ Il processo di standardizzazione dei titoli e la natura estremamente omogenea delle banche autorizzate a emettere *Jumbo-Pfandbriefe* hanno portato nel tempo alla formazione di un'unica curva dei rendimenti, quotata dai principali *market-makers* mondiali e dai più noti *providers* di informazione finanziaria. L'esistenza di un'unica curva consente un'immediata comparazione con le curve dei rendimenti dei principali emittenti sovrani europei. I differenziali di rendimento estremamente contenuti rispetto ai titoli emessi da grandi emittenti sovrani, come l'Italia, la Francia e la stessa Germania – i cui mercati rappresentano lo standard massimo di liquidità nell'ambito del comparto obbligazionario europeo – dimostrano il grado elevatissimo di liquidità raggiunto da questi strumenti. La condizione necessaria per conseguire tali risultati è stata l'elevato volume circolante ottenuto: alla fine del 2002, il totale in circolazione di titoli *Pfandbriefe* emessi da *mortgage banks* era pari a oltre 432 miliardi di euro (circa il 50% del debito pubblico totale tedesco). I dati provengono dall'Allgemeine Hypothekenbank Rheinboden AG.

Il modello *Pfanbrief* è stato introdotto anche in Francia e Spagna, sebbene lo sviluppo di tali mercati sia in una fase sicuramente meno matura del caso tedesco. In Francia, nel 1999, è stato abolito il monopolio della banca ipotecaria *Crédit Foncier de France* all'emissione di *obligations foncières* (OF), titoli il cui funzionamento è analogo a quello delle *Pfandbriefe*. Oggi diverse banche ipotecarie specializzate (*Sociétés de Crédit Foncier – SCF*) possono emettere OF garantendole con mutui fondiari e/o prestiti a enti pubblici. Anche in questo caso, una serie di meccanismi sono stati introdotti per garantire la trasparenza e la liquidità delle emissioni, sulla scorta dell'esperienza tedesca. In Spagna dal 1981 esistono le *Cedulas hipotecarias*, anche se la loro presenza sui mercati internazionali ha inizio solo dal 1999, grazie ad alcune riforme tese a standardizzare le emissioni. A differenza di Germania e Francia, i prestiti a fronte dei quali possono essere emesse sono solo quelli ipotecari, ma molto probabilmente la legislazione verrà modificata per includere anche i prestiti agli enti pubblici decentrati.²⁹

Al di là delle caratteristiche peculiari dei paesi considerati e del diverso peso assunto dai vari canali di finanziamento degli enti decentrati, le esperienze appena esaminate dimostrano chiaramente come, mediante opportuni interventi normativi e organizzativi, si possa favorire la standardizzazione dei titoli emessi da soggetti diversi e attivare incentivi adeguati, affinché tali titoli siano negoziati su piattaforme elettroniche con *market makers* impegnati a quotarli su base continuativa. La liquidità dei titoli così ottenuta,³⁰ oltre a consentire una riduzione del costo di finanziamento attraverso minori tassi all'emissione, è garanzia di accesso al risparmio degli investitori internazionali e, quindi, permette di allargare e diversificare la platea dei finanziatori, consentendo una minore vulnerabilità rispetto a circostanze avverse che colpiscono un'area geografica o un comparto di investitori.

²⁹ Altri paesi europei dove possono essere emesse obbligazioni simili alle *Pfanbriefe* sono la Finlandia, il Lussemburgo, l'Ungheria, la Polonia, la Slovacchia. Inoltre, Austria, Belgio e Svezia stanno per introdurre strumenti analoghi, modificando la legislazione attualmente in vigore per le obbligazioni bancarie.

³⁰ La liquidità discende da un insieme di soluzioni tecniche e organizzative che, oltre a basarsi sulla dimensione dei volumi in circolazione e sull'attivazione di piattaforme elettroniche con obblighi di quotazione per i *market makers*, possono prevedere, ad esempio, l'introduzione di contratti pronti contro termine (che consentono la copertura a brevissimo termine di tutte le operazioni di negoziazione effettuate allo scoperto) o di contratti *future* (che consentono di effettuare, a costi contenuti, *hedging* di posizioni aperte su titoli).

Anche l'esperienza specifica dei titoli *covered* può fornire utili spunti di riflessione. Questi titoli, infatti, consentono di attivare un canale aggiuntivo di finanziamento per gli enti pubblici decentrati, capace di valorizzarne l'elevato merito di credito, trasformandolo in condizioni di provvista particolarmente vantaggiose.

2.2. *L'indebitamento pubblico locale in Italia*

Il sottosistema finanziario che consente alle amministrazioni locali italiane di indebitarsi presenta oggi una struttura piuttosto articolata (Figura 1), frutto di una serie di interventi normativi e dei processi di ricomposizione della finanza pubblica descritti nell'Introduzione. Diversi provvedimenti hanno prima introdotto la possibilità per regioni ed enti locali di indebitarsi al di fuori del settore pubblico e, successivamente, arricchito il paniere di strumenti a disposizione di tali realtà amministrative, per rendere più efficiente la loro politica di indebitamento.

Come è noto, le amministrazioni locali italiane possono indebitarsi esclusivamente per coprire lo squilibrio tra spese in conto capitale pianificate nel bilancio preventivo (in coerenza con il bilancio pluriennale) e le entrate di medesima natura. Il collegamento dell'indebitamento alle spese in conto capitale e il divieto che esso venga acceso per coprire le spese correnti è stato sancito in una pluralità di atti normativi a partire dagli anni '70 ed è stato inserito nel nuovo testo dell'art. 119 della Costituzione. In relazione alla concreta verifica del rispetto del vincolo costituzionale, con la legge n. 350/03 (Legge finanziaria per il 2004) sono stati precisati i concetti di debito (comma 17 dell'art. 3) e investimento (comma 18 dell'art. 3), al fine di evitare comportamenti opportunistici da parte degli enti decentrati. Inoltre, nel caso degli enti locali, mentre il Dlgs. n. 267/00 (Testo Unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali) stabiliva uno stretto collegamento tra singole operazioni di indebitamento e progetti di investimento, il comma 2 dell'art. 41 della legge n. 448/01 attenua tale norma (Legge finanziaria per il 2002), e consente agli enti locali di ristrutturare il proprio debito ponendo come unico limite che il valore delle passività non aumenti.

La disciplina dell'indebitamento delle amministrazioni locali risponde non solo all'esigenza di salvaguardare la stabilità macroecono-

mica del sistema, attribuendo al governo centrale in via esclusiva la politica di stabilizzazione (e, quindi, la possibilità di finanziare le spese correnti in deficit), ma risponde anche all'obiettivo di garantire la solidità finanziaria dell'ente emittente e la sostenibilità del suo debito nel lungo periodo. Pertanto, il livello di indebitamento viene indirettamente limitato dalla vigente disciplina per le regioni e gli enti locali, mediante un tetto massimo per l'onere per interessi pari al 25% delle entrate correnti.

La consistenza del debito consolidato delle amministrazioni locali al termine del 2003 è stata pari a circa 70,4 miliardi di euro. Come illustrato nella figura 1, nel 2003 i flussi di finanziamento agli enti decentrati si basano su tre canali principali: circa il 45% del debito è costituito da mutui nei confronti del sistema bancario; il 24% è rappresentato da titoli obbligazionari; la quota rimanente è essenzialmente costituita da mutui concessi dalla Cassa Depositi e Prestiti (d'ora in poi CDP). La CDP, con il DL n. 269/03, è stata trasformata in società per azioni ed è quindi uscita, a fine 2003, dall'aggregato delle amministrazioni pubbliche.³¹

A partire dal 1996, una parte consistente della dinamica complessiva del debito consolidato delle amministrazioni locali (in rapporto al debito delle amministrazioni pubbliche) è riconducibile al comparto dei titoli obbligazionari, mentre rimane stabile la componente dei mutui bancari (Grafico 4).

³¹ Con la trasformazione della CDP si è proceduto a una drastica ristrutturazione dell'attivo patrimoniale. In particolare sono stati trasferiti in capo al Ministero dell'economia e delle finanze tutti i mutui concessi dalla CDP, ma a carico dello stato, e una restante quota di mutui di competenza della CDP. Tenendo conto di questa considerazione, è possibile effettuare il raccordo tra il dato di bilancio 2002 della stessa CDP - per cui i mutui nei confronti delle amministrazioni locali erano pari a circa 73 miliardi di euro - e il dato di fine 2003 di Banca d'Italia (2004), pari a 19 miliardi di euro.

l'esercizio che precede la trasformazione della CDP – una quota media non inferiore al 70% dello stock era contratta con tale istituto.³² Il ruolo centrale mantenuto dalla CDP in questi anni si spiega con il livello contenuto del costo di finanziamento che questa istituzione riesce a garantire, dato che non è né votata al profitto né sottoposta ai criteri di vigilanza prudenziale bancaria, ma anche per ragioni legate al diverso trattamento fiscale rispetto alle stesse banche e alla liquidità del risparmio postale con cui si finanzia. L'estrema standardizzazione delle procedure di accesso ai mutui da parte degli enti pubblici decentrati e l'esistenza di rapporti ormai consolidati con questi ultimi rappresentano ulteriori fattori tendenti a preservare il ruolo preponderante della CDP.

La trasformazione intervenuta al termine del 2003 non ha introdotto, allo stato attuale, modifiche sostanziali a questo assetto. La gestione separata della nuova CDP (ex art. 8 del DL n. 269/03), controllata dal Ministero dell'economia e delle finanze, continuerà a erogare mutui agli enti decentrati su base universalistica finanziandosi con il risparmio postale. La gestione ordinaria sarà, invece, indirizzata al finanziamento delle società che offrono servizi locali di pubblica utilità, con una provvista che potrà contare anche sull'emissione di obbligazioni del tipo *covered*.

2.2.2. Il settore bancario

I mutui ordinari concessi dalle banche private, in termini di consistenza, hanno tradizionalmente rappresentato una quota nettamente prevalente del debito consolidato delle amministrazioni locali. La situazione si è modificata solo a partire dal 1996, allorquando gli enti si sono affacciati sul mercato obbligazionario. Tuttavia, in termini assoluti, nel periodo 2000-2003 la consistenza dei mutui delle banche private si è stabilizzata intorno ai 31 miliardi di euro (pari al 45% del totale del debito consolidato nell'anno 2003). L'importanza del mutuo bancario risente naturalmente dell'eredità del passato, allorquando gran parte del sistema bancario era pubblico e un suo segmento significativo era specializzato proprio nel finanziamento degli investimenti

³² Banca d'Italia (2004).

del settore pubblico,³³ ma si giustifica anche per la capacità del settore bancario (oggi prevalentemente privato) di garantire maggiore trasparenza nell'offerta del credito e integrazione con una serie di servizi accessori che, in un contesto decisamente più concorrenziale che in passato, rappresentano un fattore di competitività cruciale.

Gli istituti bancari si finanziano a loro volta attraverso i canali tradizionali: depositi di vario tipo e titoli obbligazionari. Il ruolo di intermediazione creditizia che svolgono a favore del settore pubblico locale dà luogo a vantaggi di costo: in effetti, per via del *risk pooling* dei mutui erogati, l'operatore bancario è in grado di conseguire un merito di credito superiore a quello medio degli enti mutuatari e, quindi, di finanziarsi a condizioni mediamente più convenienti per i singoli enti.

2.2.3. Le obbligazioni pubbliche locali

I dati sulla composizione del debito pubblico locale italiano mettono chiaramente in evidenza come un fattore innovativo centrale di questi ultimi anni sia stato il ricorso alle emissioni obbligazionarie da parte delle amministrazioni locali. Allo scopo di finanziare le spese per progetti di investimento, attualmente molte regioni, ma anche alcuni grandi comuni capoluogo e province, hanno emesso titoli obbligazionari sia sul mercato domestico (nel formato dei buoni ordinari - BOR, BOP e BOC) che su quello internazionale (prevalentemente le regioni, che si servono del formato Eurobond³⁴) con diverse scadenze, modalità di rimborso e struttura delle cedole. Se nel 1996 le emissioni, in termini di stock circolante, ammontavano complessivamente a poco più di 250 milioni di euro, a fine 2003 hanno raggiunto quasi 16,8 miliardi di euro.³⁵ La parte preponderante di queste emissioni proviene dalle regioni che, per le loro dimensioni, sono in grado di presentarsi sul mercato offrendo volumi significativi, con maggiore liquidità dei titoli e migliori opportunità di *business* per intermediari bancari incaricati del collocamento.

³³ 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 del territorio in cui operava.

³⁴ Obbligazioni quotate in Lussemburgo nell'ambito dei programmi Euro Medium Term Note che adottano standard legali anglosassoni.

³⁵ Banca d'Italia (2004).

Il sistema di norme che regola le emissioni obbligazionarie da parte delle amministrazioni locali italiane ha subito diverse modifiche a partire dal 1994, anno di promulgazione della legge che ha consentito anche agli enti locali, oltre alle regioni, di ricorrere a questa forma di indebitamento. La legislazione in materia è stata caratterizzata per diversi anni da una serie di vincoli che ne hanno di fatto inibito lo sviluppo.³⁶ Con l'art. 41 della legge n. 448/01 (Legge finanziaria per il 2002) il processo di emissione obbligazionaria da parte dell'ente decentrato è stato notevolmente semplificato.³⁷ Questo intervento normativo tiene conto dell'interesse che, in questi ultimi anni, si è sviluppato intorno ai titoli pubblici locali, sicuramente da ricondurre al minor costo di finanziamento che gli enti maggiori sono riusciti a spuntare e alla visibilità che essi ottengono attraverso questi strumenti emessi sui mercati finanziari nazionali e internazionali. Tale interesse, tuttavia, è stato anche l'effetto dell'incentivazione fiscale introdotta tra il 1997 e il 2000,³⁸ per cui il 50% del gettito della tassazione sostitutiva sugli interessi delle obbligazioni viene retrocesso dallo stato, a titolo di contributo erariale, agli enti emittenti.

Lo stesso art. 41 della legge n. 448/01 definisce inoltre nuove funzioni del Ministero dell'economia e delle finanze in relazione alle emissioni degli enti decentrati, in particolare il monitoraggio³⁹ dell'attività di indebitamento e di gestione delle passività con strumenti derivati e il coordinamento dell'accesso al mercato da parte dei vari enti. A questi principi è stata data attuazione mediante il Decreto del Ministro dell'economia e delle finanze n. 389/03 (oggetto anche di una circolare interpretativa del 27 maggio 2004): gli enti, oltre a una continua e periodica attività di invio di informazioni sulle operazioni di

³⁶ Come già ricordato, le obbligazioni dovevano essere emesse dagli enti locali solo a fronte dell'individuazione di un preciso progetto di investimento. Erano, inoltre, previsti una serie di vincoli sulla struttura dei titoli: il rimborso a scalare nel tempo, particolari condizioni di collocamento, limiti di *spread* rispetto ai titoli di stato di uguale scadenza.

³⁷ In particolare, è stata consentita l'emissione di titoli con rimborso in soluzione unica a scadenza, condizionatamente all'apertura di un fondo ammortamento o *swap* per l'ammortamento; inoltre, come già ricordato, è stata di fatto attenuata la connessione tra singola emissione obbligazionaria e singolo progetto di investimento.

³⁸ Con le modifiche apportate, dagli art. 12 del Dlgs. n. 461/97 e 27 della legge n. 342/00 al Dlgs. n. 239/96 sul regime fiscale degli interessi sulle emissioni di prestiti obbligazionari.

³⁹ Per le regioni, questo ruolo viene svolto anche dal Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio.

debito attivate, sono tenuti a comunicare preventivamente al Ministero dell'economia e delle finanze l'apertura di operazioni di dimensioni notevoli (oltre i 100 milioni di euro) per consentire la valutazione dell'idoneità dal punto di vista dei rischi finanziari insiti in ciascuna di esse e delle condizioni di mercato vigenti al momento in cui se ne propone l'attivazione; per quanto attiene alle operazioni derivate, vengono introdotti limiti molto precisi in termini di tipologia consentita e qualità di credito (livello minimo di *rating*) delle controparti bancarie con cui vengono effettuati tali contratti.

Questo recente intervento normativo risponde a due esigenze assolutamente fondate: 1) controllare a livello nazionale il diffondersi di fonti di rischio finanziario legate all'esistenza di una pluralità di operazioni derivate attivate a livello locale più o meno contestualmente ai collocamenti obbligazionari; 2) porre in essere alcune forme di coordinamento tra le amministrazioni pubbliche che ricorrono ai mercati finanziari. Tuttavia, i limiti strutturali dell'attuale funzionamento del mercato delle obbligazioni degli enti decentrati vengono affrontati solo marginalmente: poche infatti sono state, sinora, le emissioni realizzate a tassi di interesse sensibilmente inferiori a quelli degli strumenti tradizionali (quali i mutui erogati dalla CDP e dalle banche); numerose sono state invece le emissioni che non hanno rappresentato una fonte di finanziamento realmente alternativa al mutuo, in quanto i titoli sono 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.⁴⁰ Una volta emessi, tali titoli permangono stabilmente nei portafogli degli investitori iniziali (spesso le stesse banche collocatrici⁴¹), mentre gli scambi sul secondario sono rarissimi per via della ridotta liquidità, che rende tali scambi eccessivamente rischiosi; in questo modo il fenomeno della scarsa liquidità tende ad autoalimentarsi.

⁴⁰ 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 della *corporate finance*. 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.

⁴¹ Solo una quota marginale viene dirottata verso investitori finali alternativi, quali banche pubbliche sovranazionali e altri investitori istituzionali.

3. Debito pubblico locale, efficienza e stabilità

Pur nel generale processo di riduzione del debito consolidato delle amministrazioni pubbliche, connesso ai vincoli europei, la tendenza verso un maggiore peso del debito consolidato delle amministrazioni locali appare strutturale, così come quella verso la ricomposizione del portafoglio delle passività degli enti decentrati verso i titoli obbligazionari.

Il più ampio ricorso al mercato finanziario e bancario privato da parte degli enti decentrati e le pratiche finanziarie innovative potrebbero rendere inefficace il coordinamento delle politiche di indebitamento (che, allo stato attuale, è affidato essenzialmente al Patto di stabilità interno⁴²), secondo uno scenario analogo a quello che si manifesta a livello europeo con il Patto di Stabilità e Crescita dell'UME.

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

3.1. *Rischi e opportunità del nuovo sistema di finanziamento degli investimenti*

Il mercato del debito pubblico locale che sta nascendo rappresenta, per certi versi, il complemento istituzionale del decentramento della finanza pubblica. Uno degli obiettivi preminenti di tale riforma 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 il costo dei servizi che offrono alle collettività amministrare, assecondandone le preferenze (in termini di quantità e qualità dei servizi). Sarebbe, quindi, povera di effetti economici reali una responsabilizzazione fiscale che non si accompagnasse alla garanzia di condizioni di mercato competitivo per

⁴² Introdotta con l'art. 28 della Legge n. 488/98 (Legge finanziaria per il 1999).

l'acquisto dei beni e servizi che costituiscono i fattori di produzione dei servizi pubblici locali (come il credito).⁴³

Da queste osservazioni discende anche l'esigenza di un'effettiva competizione tra diverse modalità di provvista finanziaria (emissione diretta di titoli *versus* ricorso ai mutui bancari o statali) ma, soprattutto, tra diversi operatori (banche, investitori istituzionali, e così via). Tuttavia, l'attuale evoluzione del modello italiano di indebitamento locale presenta alcuni rischi evidenti.

3.1.1. Il rischio distributivo

La ristrutturazione dei canali di finanziamento degli investimenti pubblici locali, anche ipotizzando che converga verso standard accettabili di efficienza, pone seri problemi distributivi. Qualora un mercato competitivo del debito locale riesca a garantire l'accesso al credito a tutti gli enti decentrati, il costo dell'indebitamento (che si riverserà sui cittadini) varierà in maniera consistente. Si pensi, per esempio, al caso di piccoli comuni oppure al caso di comuni situati in aree economicamente e socialmente svantaggiate. Non è, inoltre, da escludersi il caso che si producano fenomeni di *cream skimming* che portino all'esclusione di fatto di alcuni enti decentrati dall'accesso al credito bancario (e ovviamente dall'accesso alle emissioni obbligazionarie, che presentano rilevanti costi fissi).

Il rischio distributivo, che nel modello caratterizzato da una componente importante di intermediazione statale viene naturalmente assorbito dal ruolo di garanzia universale del credito svolto dalla CDP, richiede una soluzione adeguata in un modello di indebitamento locale che converga verso meccanismi di mercato. Si apre una nuova prospettiva per il canale tradizionale dell'intermediazione statale. Lasciando al mercato del debito locale il ruolo di migliorare l'efficienza del 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

⁴³ Immaginando, a titolo di esempio, di decentrare il finanziamento degli investimenti pubblici ma di non disintermediare la fornitura delle risorse finanziarie – 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.

perduto (i cosiddetti contributi speciali individuati dal quinto comma dell'art. 119 della Costituzione) che, soprattutto, attraverso la garanzia di condizioni minime di accesso al credito, da attuarsi mediante la gestione separata della CDP.

La separazione tra obiettivi (e strumenti) per raggiungere l'efficienza e 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 gestione separata della CDP, sarà necessario stabilire un meccanismo di salvaguardia che consenta lo sviluppo del mercato (evitando, quindi, che le condizioni offerte dalla gestione separata siano troppo generose) ma corregga i fenomeni distributivi perversi. Questa soluzione non è priva di aspetti problematici, soprattutto nella misura in cui il processo di trasformazione della CDP sia il primo passo di un percorso verso la privatizzazione dell'ente.

3.1.2. Il rischio di inefficienza

Dal punto di vista microeconomico, il decentramento delle scelte di finanziamento comporta due problemi di fondo. In prima istanza, il mercato dei titoli emessi dagli enti decentrati potrebbe risultare inefficiente per effetto delle 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 degli stessi costi di indebitamento. D'altra parte, la possibilità di ampliare il comparto di indebitamento mediante titoli pubblici locali dipende dalla capacità di risolvere il problema delle economie di scala che le emissioni dirette di titoli (ma anche i servizi bancari sofisticati) comportano. Anche per questo è necessaria un'azione di coordinamento orizzontale tra gli enti che si indebitano. Il modello di finanziamento intermediato dal settore statale garantisce una 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.⁴⁴

Sempre con riferimento ai rischi microeconomici e allo sviluppo di una serie di operazioni innovative, spesso di natura derivata, diventa sempre più rilevante la soluzione dei problemi di asimmetria informativa insiti nell'intermediazione finanziaria e creditizia. Se infatti queste operazioni consentono agli enti di rimodulare i flussi finanziari relativi a operazioni di debito coerentemente con le caratteristiche finanziarie del resto del loro bilancio, esse possono rappresentare una fonte aggiuntiva di rischio nella misura in cui gli stessi enti se ne servano per scopi di *window dressing* dei bilanci. Inoltre, indipendentemente da questi aspetti, la potenziale insolvenza dell'intermediario con il quale viene accesa un'operazione finanziaria derivata comporta in ogni caso un rischio di controparte. Proprio a limitare questo genere di rischi è intervenuto il Decreto del Ministro dell'economia e delle finanze n. 389/03 (di attuazione del comma 1 dell'art. 41 della Legge finanziaria per il 2002) già analizzato nella sezione 2.⁴⁵ Tuttavia, monitoraggio e controllo di questo genere di rischi dovrebbero inserirsi nel quadro più ampio di un'efficace organizzazione del mercato del debito locale, coerente con il controllo della finanza pubblica.

Considerando, inoltre, la struttura attuale del sistema di indebitamento locale italiano, ulteriori criticità riguardano lo scarso grado di coerenza tra i diversi segmenti del sistema di finanziamento e, all'interno di essi, la tendenziale segmentazione del mercato degli strumenti finanziari utilizzati, che riducono l'efficienza complessiva del sistema e rischiano di limitare lo sviluppo del mercato del debito locale.

In particolare, il settore dei mutui erogati dagli operatori bancari, pur essendo relativamente esteso (Grafico 4), non sembra garantire margini di efficienza adeguati al sistema nel suo complesso, proprio per le caratteristiche intrinseche del mutuo tradizionale, che costituisce un'attività immobilizzata nel bilancio delle banche con conseguenze

⁴⁴ A questo riguardo, si veda la recentissima Legge regionale n. 9/04 (Legge finanziaria regionale per il 2004) della Regione Piemonte, che all'art. 12 prevede misure di coordinamento delle emissioni obbligazionarie degli enti locali.

⁴⁵ L'attività in derivati da parte degli enti che sono ricorsi a emissioni obbligazionarie rappresenta una pratica ormai molto diffusa, come si evince dalla Tabella 1 allegata al testo dell'Audizione presso il Senato della Repubblica del Ministro dell'economia e delle finanze del 21 luglio 2004. In particolare al 30 giugno 2004 il 35% delle regioni, il 28% delle province e il 31% dei comuni capoluogo – che hanno inviato dati al MEF – avevano contratti derivati aperti.

sul costo del finanziamento per i mutuatari. Inoltre (nonostante venga concesso a un'entità pubblica con probabilità di *default* finanziario strutturalmente molto inferiore al settore privato), il mutuo confluisce all'interno di attivi bancari, dove sono presenti cespiti finanziari differenziati per rischiosità che influenzano la percezione della banca (e anche il *rating*) nel momento in cui quest'ultima si finanzia 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.

I problemi della segmentazione del mercato e della scala minima delle emissioni rappresentano aspetti particolarmente critici del nascente mercato dei titoli emessi dal settore pubblico locale. Pur essendo relativamente recente e molto dinamico, il mercato delle obbligazioni pubbliche locali si basa su un quadro normativo e organizzativo che presenta ancora limiti sostanziali che impediscono la formazione di un vero mercato secondario e circoscrivono il ricorso a tale strumento alle regioni, alle province e a pochi grandi comuni.

I più rilevanti ostacoli normativi all'evoluzione del mercato dei titoli pubblici locali possono essere schematicamente individuati come segue. L'art. 35 della legge n. 724/94 introduce due importanti vincoli alle emissioni degli enti locali. L'identificazione di un preciso progetto di investimento a cui l'emissione deve essere collegata determina una notevole rigidità rispetto 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. Tale rigidità è stata attenuata dal comma 2 dell'art. 41 della legge n. 448 del 2001, che consente di ristrutturare il debito mediante emissioni obbligazionarie a condizione che il valore finanziario della passività (al netto di tutti gli oneri e al netto del beneficio fiscale relativo alla retrocessione del 50% dell'imposta sostitutiva sugli interessi) sia inferiore dopo la conclusione dell'operazione. L'effetto combinato delle norme richiamate determina un limite aggregato all'indebitamento locale nelle spese di investimento; sarebbe tuttavia preferibile che tale previsione fosse esplicitata. Lo stesso art. 35 della legge n. 724/94 prevede l'obbligo di una durata non inferiore a 5 anni, che limita la flessibilità di cui gli enti hanno bisogno per strutturare i titoli in modo coerente con le proprie esigenze e l'andamento mutante del mercato. Inoltre, almeno in parte, l'evo-

luzione del mercato dei titoli pubblici locali e regionali risulta distorto dalla norma di agevolazione fiscale che introduce la retrocessione del 50% dell'imposta sostitutiva sugli interessi. Tale norma, sebbene possa giustificarsi nelle fasi iniziali di *start-up* di un comparto finanziario, altera notevolmente le convenienze degli enti decentrati a una corretta gestione della composizione delle passività.

Infine, la convergenza del mercato del debito locale italiano verso standard di efficienza e liquidità adeguati è strettamente connessa al funzionamento della CDP. Il citato DL n. 269/03, convertito con la legge n. 326/03, e il successivo Decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 5 dicembre 2003 hanno modificato profondamente l'assetto istituzionale della CDP, riducendo gli elementi potenzialmente problematici del ruolo dell'ente nel quadro del finanziamento delle amministrazioni locali, senza tuttavia eliminarli del tutto. La riforma, infatti, ha ridotto sensibilmente la commistione tra le funzioni di allocazione (gestione ordinaria) e di redistribuzione delle risorse finanziarie (gestione separata) della CDP. Permangono, tuttavia, alcune perplessità sulle effettive finalità della gestione ordinaria che si sovrappone a quella degli altri intermediari finanziari e creditizi privati, ponendosi come strumento pubblico di intervento nell'economia. Tale situazione potrebbe, almeno in linea di principio, contrastare con i principi del decentramento della finanza pubblica, distorcendo il costo dell'indebitamento degli enti decentrati. D'altra parte, la trasformazione della CDP è certamente coerente con un programma di privatizzazione a medio termine dell'ente, come già accaduto in passato.

3.1.3. Il rischio di instabilità

I fenomeni microeconomici, quali le esternalità o i rischi connessi alla definizione di operazioni finanziarie innovative, possono tradursi in uno sviluppo disorganico e, in ultima analisi, inefficiente del mercato del debito locale, portando eventualmente a crisi sistemiche in grado di destabilizzare 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 finanziaria nazionale (ed europea).

Inoltre, sul piano strettamente macroeconomico, il Patto di Stabilità e Crescita dell'UME e il Patto di stabilità interno italiano evi-

denziano l'attenzione delle istituzioni europee e nazionali al problema di instabilità prodotta da politiche di indebitamento scoordinate sulla stabilità del sistema economico. Tuttavia, l'esperienza di questi strumenti mette in evidenza l'insufficienza di modelli di controllo centrale, in un contesto di finanza decentrata. La possibilità di sviluppare comportamenti opportunistici da parte degli enti decentrati consiglia il ricorso a meccanismi di concertazione (coordinamento verticale) che garantiscano, in tutte le fasi, la partecipazione degli enti decentrati, pur lasciando allo stato il compito di determinare gli obiettivi generali del sistema.

3.1.4. Problemi di capacità e funzionalità istituzionale

Ulteriori vincoli allo sviluppo del mercato del debito pubblico locale sono, da un lato, la carenza di personale qualificato in materia e di strutture di analisi idonee da parte della stragrande maggioranza di regioni ed enti locali e, dall'altro, l'assenza di un assetto istituzionale e organizzativo che dia luogo a momenti di coordinamento sia di tipo orizzontale (tra diverse regioni ed enti locali) sia di tipo verticale (tra lo stato, le regioni e gli enti locali), che consentano di affrontare i problemi di gestione delle emissioni e di coordinamento delle politiche di indebitamento.

La soluzione dei problemi connessi alle esternalità prodotte da politiche di emissione scoordinate e alla scala minima di accesso efficiente al mercato dovrebbe, coerentemente con il quadro istituzionale vigente, essere individuata mediante un approccio flessibile, basato su 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 (in alternativa al ricorso ai mutui bancari, che verrebbero invece valorizzati dall'introduzione di *covered bonds*). Come già ricordato, un ruolo particolare in questa prospettiva comincia a essere giocato dagli enti intermedi – province e regioni.

Le opportunità e i rischi precedentemente illustrati suggeriscono inoltre lo sviluppo di un quadro di regolamentazione del nuovo mercato del debito pubblico locale. Il nuovo assetto istituzionale che scaturisce dalla riforma costituzionale del 2001 rende opportuna la definizione di un'istanza di coordinamento verticale con il compito di strutturare e, a regime, regolamentare il mercato del debito locale sulla

base di criteri analoghi a quelli che informano il mercato del debito pubblico a livello statale.

3.2. Riforme per un mercato del debito pubblico locale in Italia

A partire dalle considerazioni della sezione 3.1, qualsiasi progetto di riforma dovrebbe perseguire alcuni obiettivi fondamentali:

1. determinare una separazione tra momento distributivo, che attiene al problema del finanziamento di realtà amministrative più piccole e arretrate e che va perseguito mediante strumenti perequativi e di garanzia universale di accesso al credito, e momento allocativo, che spetta ai meccanismi di mercato per il finanziamento degli investimenti delle amministrazioni locali;

2. consentire alle banche di finanziare i mutui alle amministrazioni locali con strumenti specifici di raccolta capaci di valorizzarne il merito di credito, che è mediamente più elevato del settore privato;

3. rendere le obbligazioni una reale alternativa ai mutui bancari, puntando alla creazione di un mercato secondario spesso e liquido;

4. assicurare la coerenza del nuovo assetto di finanziamento degli investimenti del settore pubblico locale con il processo di decentramento in corso, valorizzando gli strumenti istituzionali di coordinamento orizzontale, con l'obiettivo di raggiungere una dimensione minima sufficientemente elevata di ciascuna emissione obbligazionaria, e di coordinamento verticale, necessario per promuovere su scala nazionale un mercato secondario di tali titoli;

5. evitare che la segmentazione dei canali di finanziamento tra titoli e mutui degli enti decentrati riduca l'efficienza complessiva del mercato, connessa in larga parte al grado di liquidità raggiunto dai titoli emessi.

Nella caratterizzazione di una riforma del mercato del debito pubblico locale in Italia finalizzata a garantire efficienza, stabilità ed equità, oltre che coerenza con il processo di decentramento fiscale in atto, si deve tenere in considerazione sia l'esperienza degli altri paesi

europei, in particolare della Germania, nei quali l'evoluzione del mercato del debito pubblico locale ha raggiunto standard di efficienza elevati, sia l'esperienza della gestione del debito pubblico statale da parte del Tesoro e della Banca d'Italia negli anni '90, che ha trasformato un fattore di squilibrio della finanza pubblica – la notevole dimensione del debito esistente – in un punto di forza, sul piano della percezione dei titoli di stato italiani sui mercati finanziari internazionali. Questi risultati sono, per larga parte, da ascrivere all'insieme di norme e soluzioni tecnologico-organizzative, che hanno consentito un formidabile sviluppo del mercato secondario all'ingrosso dei titoli di stato italiani.

A partire dagli obiettivi appena richiamati e dalla struttura esistente del sistema di indebitamento pubblico locale, il modello riformato caratterizzato nella figura 2 prevede, come già accade oggi, tre grandi canali di finanziamento degli investimenti delle amministrazioni locali, corrispondenti ad altrettanti pilastri del nuovo mercato del debito pubblico locale:

1. titoli standardizzati su base nazionale, emessi direttamente dagli enti (tipicamente riuniti in consorzi di emissione), caratterizzati da elevata fungibilità, al fine di raggiungere un volume circolante sufficientemente ampio;

2. mutui erogati dagli intermediari bancari;

3. mutui erogati dalla gestione separata della CDP, essenzialmente verso enti che non riescono ad accedere ai mutui bancari o al finanziamento mediante titoli.

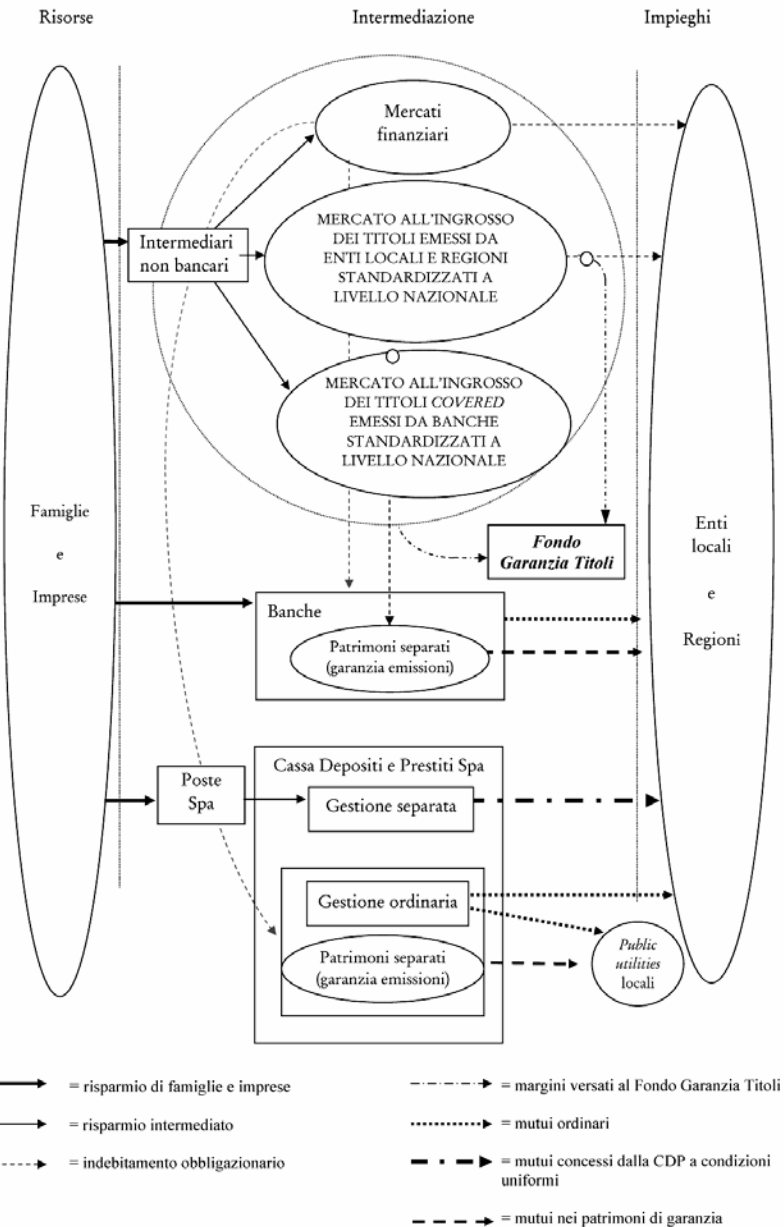
3.2.1. Il canale delle emissioni dirette degli enti decentrati

Per favorire la crescita della liquidità e dello spessore e, quindi, lo sviluppo del mercato secondario dei titoli del debito pubblico locale, gli enti decentrati possono emettere direttamente sul mercato titoli obbligazionari, così come attualmente è già loro consentito, ma secondo modalità e forme standardizzate.

Si prevede innanzitutto un meccanismo di standardizzazione istituzionale delle principali caratteristiche dei titoli. Diversamente dal sistema attuale (dove gli enti, pur nei limiti fissati da leggi e regolamenti, scelgono individualmente il formato, la scadenza, la modalità di

FIGURA 2

IL SOTTOSISTEMA FINANZIARIO DEL DEBITO PUBBLICO LOCALE:
IL MODELLO RIFORMATO



collocamento e la struttura delle cedole), nel modello proposto tutti gli enti possono ricorrere a un paniere di titoli predefinito. Tale paniere viene stabilito attraverso un'apposita istanza istituzionale di coordinamento verticale: per esempio, un Comitato tecnico interistituzionale, collegato alla Conferenza unificata stato-regioni-enti locali, composto anche da rappresentanti degli organismi di supervisione del sistema finanziario e bancario.

Al Comitato verrebbe demandata l'attività di regolamentazione e di assistenza tecnica del mercato dei titoli del debito pubblico locale, in ossequio al nuovo assetto costituzionale della Repubblica. In particolare, il Comitato dovrebbe:

1. stabilire forme e regole organizzative del mercato secondario e di tutto l'assetto delle attività di regolamento e compensazione, in coerenza con quelle vigenti per i titoli di stato, predisponendo un sistema di *primary dealership* basato su obblighi e privilegi dei *market makers* e criteri di misurazione e valutazione della loro *performance*;

2. svolgere una funzione di *advisor* pubblico per gli enti decentrati, in ordine alla valutazione delle opportunità di emissione, in rapporto alle esigenze di finanziamento degli enti stessi e alle condizioni di mercato.

Tra gli aspetti oggetto di regolamentazione del Comitato, assume un ruolo particolarmente importante la dimensione minima delle nuove emissioni, ovvero delle riaperture di titoli già circolanti, al fine di promuovere la formazione di consorzi tra più enti dello stesso livello o di livelli diversi.

Per massimizzare la sostituibilità tra i titoli di diversi emittenti e consentire la riapertura di un medesimo titolo da parte di un altro consorzio di enti, viene introdotto un meccanismo di standardizzazione finanziaria. L'obiettivo consiste nel ridurre al minimo la segmentazione sul nuovo mercato dei titoli per il finanziamento pubblico locale, derivante dal diverso rischio di credito degli emittenti e, quindi, di concentrare le emissioni su pochi titoli standardizzati a livello nazionale.

A tale proposito, è necessario notare come il principio stabilito dall'art. 119 comma 6 della Costituzione, che vieta ogni forma di garanzia da parte dello stato sulle emissioni degli enti territoriali, tende automaticamente ad accrescere il peso delle condizioni endogene del-

l'ente emittente sulla percezione del merito di credito del suo debito da parte del mercato. Ciò determina inevitabilmente una maggiore articolazione a livello nazionale del rischio di credito dei vari emittenti, con conseguenti rischi di forte segmentazione del mercato secondario dei titoli emessi dai diversi enti territoriali. Se a queste considerazioni si aggiunge che con l'art. 31 della legge n. 289/02 (Legge finanziaria per il 2003), come modificato dal comma 208 dell'art. 4 della legge n. 350/03 (Legge finanziaria per il 2004), in conformità con il nuovo orientamento costituzionale, è stata sospesa l'applicazione dell'intera procedura relativa allo stato di dissesto finanziario degli enti locali (prevista dagli artt. 244-269 del Testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali), si deduce che su un piano meramente formale non esistono attualmente strumenti istituzionali idonei a ridimensionare le differenze tra i profili di rischio dei diversi emittenti locali, con evidenti ricadute negative sulle possibilità di sviluppo di un mercato secondario ampio per i titoli pubblici locali.⁴⁶

Il meccanismo per annullare le diversità di rischio di credito tra i singoli emittenti si basa sul *pooling* a livello nazionale di tutti i rischi idiosincratici dei singoli emittenti. Tecnicamente, si obbligano tutti gli enti – consorziati o meno – che intendano accedere direttamente a questo nuovo “mercato nazionale dei titoli degli enti decentrati” a erogare un contributo a un Fondo Garanzia Titoli (FGT), gestito da un ente pubblico nazionale ritenuto adeguato allo scopo (per esempio, la gestione separata della CDP oppure la Banca d'Italia). L'entità del contributo è commisurata al *rating* del consorzio di emissione. A fronte del contributo, in caso di *default* finanziario dell'emittente, viene attivata una procedura che garantisce l'impiego del FGT per il pagamento delle cedole e del rimborso del titolo.⁴⁷ Tale impiego avvie-

⁴⁶ È evidente, tuttavia, che le amministrazioni locali beneficiano in ogni caso di garanzie statali implicite, derivanti dalla scarsa probabilità che lo stato possa assecondare il fallimento finanziario di un ente locale (soprattutto quando di dimensioni ragguardevoli) o di una regione. Ciò detto però è indubbio che la struttura istituzionale che si sta configurando con le diverse iniziative legislative renderà meno uniforme sul territorio nazionale la valutazione del merito di credito che agenzie di *rating* e investitori tenderanno a formulare. Questo non può che rafforzare l'esigenza di introdurre meccanismi di standardizzazione finanziaria.

⁴⁷ Tale contributo assume qui la funzione tipica del collaterale, nella misura in cui può modificare la valutazione del rischio di credito da parte dell'investitore che inizialmente si basa esclusivamente sul *rating* dell'emittente. Per questa ragione, il contributo al FGT versato al momento dell'emissione potrà essere corretto nel tempo in relazione alle variazioni della rischiosità (e, quindi, del *rating*) degli enti emittenti.

ne fino a concorrenza delle somme disponibili, pertanto, l'esistenza del FGT consente di effettuare *risk pooling* tra i rischi dei diversi emittenti ma non costituisce un meccanismo di assicurazione contro il rischio di *default* dell'emittente.⁴⁸ La procedura, inoltre, non dovrebbe accentuare i problemi di rischio morale dal momento che lo stato di dissesto finanziario non viene evitato, con tutte le conseguenze sul piano dell'immagine, dell'autonomia operativa e della reputazione politica delle amministrazioni in carica.

I singoli emittenti (generalmente i consorzi di emissione) dovranno rivolgersi alla propria banca consulente perché venga attivato il processo di assegnazione del *rating* da parte di un'agenzia specializzata; tale requisito diventa indispensabile non solo per accedere ai mercati obbligazionari con maggiore trasparenza, così come avviene oggi, ma anche per il calcolo della contribuzione da versare al FGT.

3.2.2. Il canale dei mutui concessi dal sistema bancario

Nel sistema riformato, il finanziamento dei mutui ordinari che le banche private erogano agli enti decentrati continua ad avvenire sia mediante gli strumenti attualmente disponibili, sia mediante emissioni di obbligazioni bancarie *covered*, che la legislazione italiana attualmente non prevede.⁴⁹ I requisiti previsti dalla riforma per il ricorso a tali obbligazioni da parte degli istituti di credito sono analoghi a quelli dei titoli nazionali di emissione diretta degli enti decentrati e si inseriscono nel quadro regolamentare descritto al paragrafo precedente: pertanto tali obbligazioni sono soggette anch'esse al meccanismo di standardizzazione istituzionale.

Dal punto di vista del funzionamento interno della banca che emette l'obbligazione *covered*, l'assetto organizzativo e la tecnologia finanziaria che si propone di adottare sono più articolati di quelli previsti per l'emissione di obbligazioni bancarie ordinarie. Seguendo,

⁴⁸ Al fine di precludere un intervento dello stato a surrogata garanzia dei titoli pubblici locali, che sarebbe in contrasto con il nuovo dettato costituzionale.

⁴⁹ Il Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (Dlgs. n. 385 del 1993), infatti, prevede un'unica tipologia di obbligazioni bancarie che non contempla il meccanismo alla base delle obbligazioni *covered*. Tuttavia, il governo italiano starebbe valutando l'ipotesi di introdurre nell'ordinamento italiano questo strumento mediante la presentazione di un apposito disegno di legge su cui esisterebbe un forte consenso sia da parte della Banca d'Italia che del sistema bancario italiano.

per quanto possibile, il modello tedesco, è necessario che la banca istituisca al suo interno un'amministrazione separata dedicata alla concessione di mutui alle regioni e agli enti locali che la banca stessa intende finanziare mediante l'emissione di obbligazioni *covered*. Tale portafoglio mutui deve confluire obbligatoriamente in un apposito Fondo di Copertura (FdC), istituito a garanzia delle obbligazioni *covered*, che ne hanno consentito il finanziamento.

L'autorità di vigilanza bancaria (nella fattispecie la Banca d'Italia) nomina un'agenzia indipendente che determina periodicamente – in base a metodologie standard – il *rating* dell'amministrazione separata della banca, basandosi sul merito di credito dei mutui confluiti sul FdC. Tale agenzia sovrintende al rispetto delle procedure che regolano le modalità di introduzione, sostituzione ed eliminazione dei mutui dal Fondo, valutando periodicamente che la consistenza dello stesso FdC sia congrua rispetto al valore nominale delle obbligazioni *covered* in circolazione.

Oltre al regime di standardizzazione istituzionale, queste obbligazioni sono anche sottoposte a quello di standardizzazione finanziaria, per agevolare l'emissione di pochi titoli che raggiungano un volume circolante elevato su scala nazionale. L'amministrazione separata è infatti tenuta a erogare un contributo al FGT nazionale commisurato a due tipi di *rating*: l'ultimo che le è stato assegnato dall'agenzia di cui sopra e quello della banca cui tale amministrazione appartiene. Con il primo contributo l'investitore nei titoli *covered* è tutelato attraverso il FGT – sempre nella misura della sua capienza – nei confronti di uno stato di insolvenza dei mutuatari che l'agenzia certifica e che la banca non riesce a coprire con il *risk pooling* effettuato dalla sua amministrazione separata; con il secondo l'investitore nei titoli *covered* è tutelato, sempre attraverso il FGT, nei confronti di uno stato di insolvenza della banca che si accompagna a una condizione di incapienza del FdC gestito dalla sua amministrazione separata.

Analogamente al meccanismo di funzionamento dei titoli *covered* in vigore in altri paesi, infatti, in caso di fallimento finanziario della banca, l'amministrazione separata e il relativo FdC passano automaticamente ad altra banca mediante apposite procedure attivate dall'agenzia, in modo da garantire la continuazione regolare della vita dei titoli *covered* in circolazione. Se, tuttavia, il *default* bancario intaccasse – per violazione delle norme di salvaguardia dei *covered bonds* – il FdC dell'amministrazione separata e questo si manifestasse insufficiente ri-

spetto 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 presenti nel FdC. Di qui la necessità di commisurare il contributo al FGT anche al *rating* della banca, oltre che a quello del portafoglio mutui della sua amministrazione separata.

È importante sottolineare come in quest'ultimo caso l'attivazione del FGT si ha solo dopo che l'amministrazione separata viene passata ad altro istituto; in questo modo infatti l'investitore in titoli *covered* è tutelato senza che vengano modificati gli incentivi *ex post* della banca stessa – il che avverrebbe se si riducessero i costi collegati al default, ossia senza che vi sia un inasprimento del problema di rischio morale insito nel comportamento dell'istituto di credito.

3.2.3. *Il ruolo della gestione separata della Cassa Depositi e Prestiti*

Al fine di limitare gli effetti distributivi perversi del funzionamento dei primi due pilastri del mercato del debito pubblico locale, la gestione separata della CDP potrà continuare a svolgere un ruolo di garanzia per l'erogazione di mutui a condizioni uniformi e accettabili per tutti gli enti decentrati. In particolare, la gestione separata della CDP sarà incaricata di finanziare gli enti incapaci o impossibilitati a beneficiare delle nuove opportunità di mercato che si aprono con il modello di riforma proposto – tra questi, gli enti che oggi non riescono ad accedere ai mercati perché caratterizzati da bilanci in forte squilibrio. Mentre per i piccoli enti potranno operare le “reti” create con i meccanismi di standardizzazione finanziaria e istituzionale, gli enti con criticità nel bilancio rischiano di non riuscire a reperire risorse per il finanziamento dei loro investimenti che non vengano da trasferimenti statali in conto capitale o dalla loro capacità di tassazione.

Nella sua operatività, si prevede che la gestione separata della CDP fissi i tassi sui mutui a livelli superiori a quelli garantiti dal mercato agli enti decentrati di maggiori dimensioni o con bilanci virtuosi; tali tassi dovranno comunque consentire di coprire i costi della provvista della CDP attraverso il risparmio postale. Questo meccanismo di fissazione dei tassi, oltre a calmierare il mercato, avrebbe anche il pregio di garantire una più netta separazione tra finanziamenti concessi secondo le condizioni di mercato (momento allocativo) e quelli elargiti

dalla CDP per le esigenze degli enti più svantaggiati (momento ridistributivo).

4. Conclusioni

In considerazione del ruolo cruciale delle amministrazioni locali nel settore degli investimenti pubblici, il processo di decentramento in atto in Italia dovrebbe condurre a un assetto istituzionale e finanziario dei canali di indebitamento coerente con l'obiettivo generale della responsabilità fiscale e finanziaria degli enti decentrati. La creazione di un mercato del debito pubblico locale con elevati standard di liquidità ed efficienza per i comparti dei titoli pubblici locali e delle obbligazioni *covered* bancarie costituisce, insieme al ruolo di garanzia perequativa della gestione separata della CDP, un contributo essenziale al processo di decentramento della finanza pubblica.

La standardizzazione istituzionale (oggetto del coordinamento verticale e della regolamentazione del mercato) e quella finanziaria (ottenuta mediante il meccanismo di *risk pooling* in capo al FGT) dovrebbero consentire, nel medio termine, di conseguire una progressiva armonizzazione del rischio di credito degli emittenti operanti sul nuovo mercato del debito pubblico locale, determinando una forte sostituibilità non solo tra titoli emessi dai diversi emittenti nell'ambito di ciascuno dei due comparti analizzati (quello degli enti territoriali e quello delle banche) ma anche tra le due tipologie esaminate sinora (titoli di emissione diretta da parte degli enti territoriali e obbligazioni bancarie di tipo *covered*).

Il meccanismo che garantisce questo risultato è sostanzialmente basato sul principio dell'omogeneizzazione del merito di credito degli emittenti ottenuto mediante la collateralizzazione delle diverse posizioni debitorie attraverso il FGT nazionale. Questa procedura introduce una "componente di non-mercato" nel costo dell'indebitamento dei singoli enti, connessa alle procedure di determinazione del *rating* che, come illustrato, svolge una funzione centrale nel determinare l'onere complessivo dell'indebitamento per i singoli enti: il contributo al FGT che si aggiunge all'onere per interessi.

Si tratta di un costo sopportabile, nella misura in cui favorisca l'effettivo sviluppo di un mercato efficiente e stabile del debito locale.

Infatti, la crescente sostituibilità tra titoli di diversi emittenti e di diversa tipologia dovrebbe nel tempo contribuire a potenziare ulteriormente la liquidità del mercato con un impatto positivo sull'efficienza sistemica, determinato dalla progressiva riduzione attesa del costo di finanziamento per le amministrazioni locali. A garantire questo esito dovrebbero contribuire non solo l'effetto meramente quantitativo connesso all'elevato volume circolante che ogni titolo può raggiungere grazie al livellamento del rischio di credito di diversi emittenti (enti locali e banche) ottenuto con il FGT, ma anche le nuove opportunità di trading di arbitraggio che si potranno aprire tra una curva dei rendimenti del debito pubblico locale "quasi" unica, da un lato, e una curva dei rendimenti delle obbligazioni *covered*, dall'altro.

La creazione (mediante una riforma) di un'infrastruttura di mercato capace di garantire sufficienti standard di liquidità, di efficienza e di stabilità potrà generare, come insegna l'esperienza tedesca del passaggio dalle *Pfandbriefe* alle *Jumbo-Pfandbriefe*, ulteriori dinamiche endogene al mercato stesso. Per esempio, nella misura in cui il fenomeno dei consorzi di emissione si dimostri di agevole impiego, alcuni soggetti del mercato (per esempio, le regioni) potranno far nascere delle vere e proprie agenzie di collocamento e gestione del debito degli enti pubblici iscritti al consorzio stabile di emissione, capaci di raccogliere le richieste di emissione e di strutturare su base continuativa operazioni di dimensioni considerevoli. Questa evoluzione porrà il problema di una gestione strategica della tesoreria degli enti locali,⁵⁰ generando nuove opportunità di *business* per il settore bancario e un miglioramento degli standard di efficienza finanziaria degli enti stessi.

Infine, l'esistenza di un mercato regolato e di un'istanza di regolazione concertata dello stesso potrà contribuire a risolvere in maniera innovativa ed efficace il problema del controllo dell'indebitamento consolidato delle amministrazioni pubbliche, consentendo di sostituire l'attuale modello basato sul Patto di stabilità interno. A mero titolo di esempio, una delle proposte di riforma del Patto di stabilità interno (ma anche del Patto di Stabilità e Crescita dell'UME) è improntata alla creazione di un mercato dei permessi di emissione (Brunila, Buti e

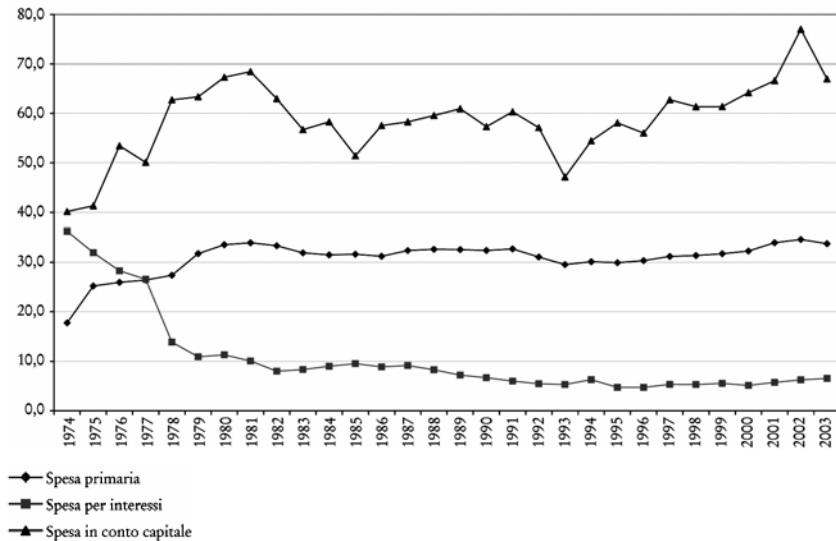
⁵⁰ Dovuta alla risultante crescente difformità che si avrebbe in capo a ogni singolo ente nei profili temporali delle proprie esigenze di cassa e delle entrate da emissioni obbligazionarie demandate a tali agenzie.

Franco 2001): tale ipotesi acquisterebbe un ambito di concreta applicazione ove esistesse un mercato del debito strutturato, come quello proposto in questa sede, che consentirebbe di contabilizzare le cessioni dei permessi di indebitamento tra i diversi enti e quindi la credibile predeterminazione del tetto complessivo dell'indebitamento pubblico.

APPENDICE STATISTICA

GRAFICO 1

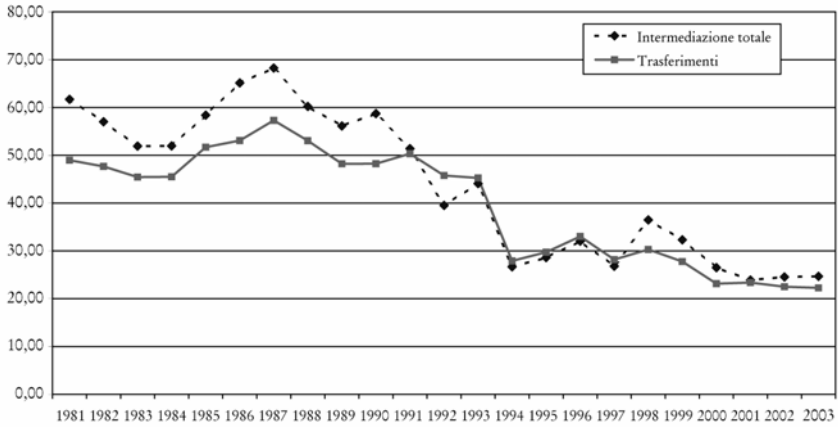
DECENTRAMENTO DELLA SPESA DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE
(quota percentuale della spesa delle amministrazioni pubbliche
di competenza delle amministrazioni locali)



Fonte: nostra elaborazione su dati ISTAT e Ministero dell'economia e delle finanze.

GRAFICO 2

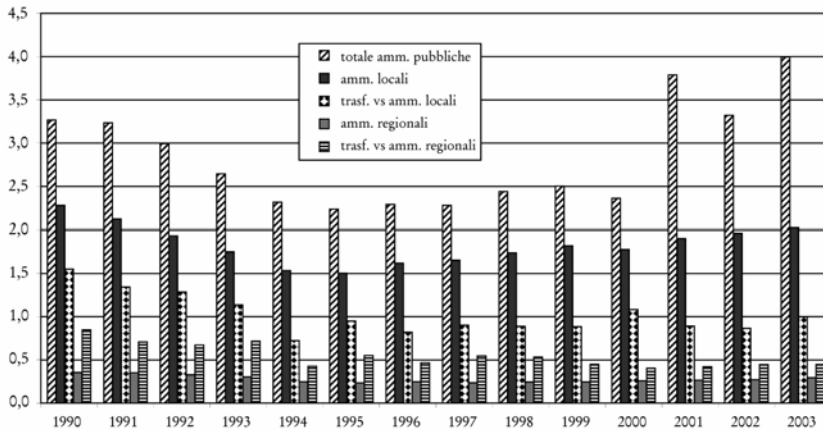
DISINTERMEDIAZIONE DEL SETTORE STATALE NEL FINANZIAMENTO
DELLE AMMINISTRAZIONI LOCALI
(dati in percentuale della spesa totale delle amministrazioni locali)



Fonte: nostra elaborazione su dati Ministero dell'economia e delle finanze.

GRAFICO 3

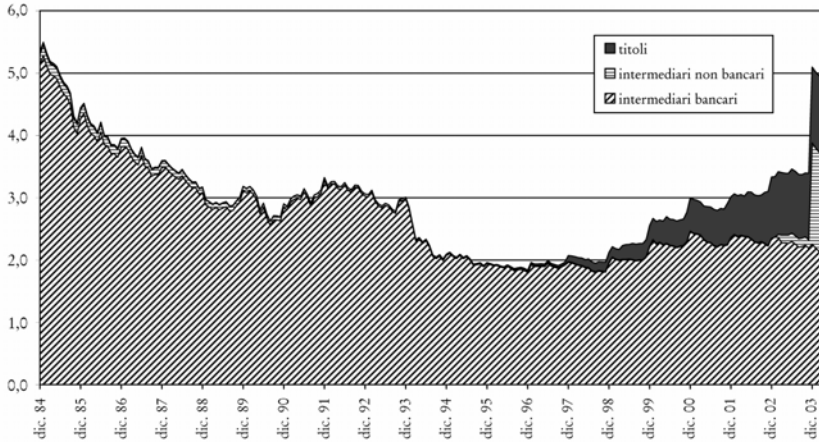
INVESTIMENTI PUBBLICI E FINANZA DERIVATA
(dati in percentuale del Pil)



Fonte: nostra elaborazione su dati ISTAT e Ministero dell'economia e delle finanze.

GRAFICO 4

EVOLUZIONE DEL DEBITO CONSOLIDATO* DELLE AMMINISTRAZIONI LOCALI E STRUMENTI DI FINANZIAMENTO
(dati in percentuale del debito consolidato delle amministrazioni pubbliche)

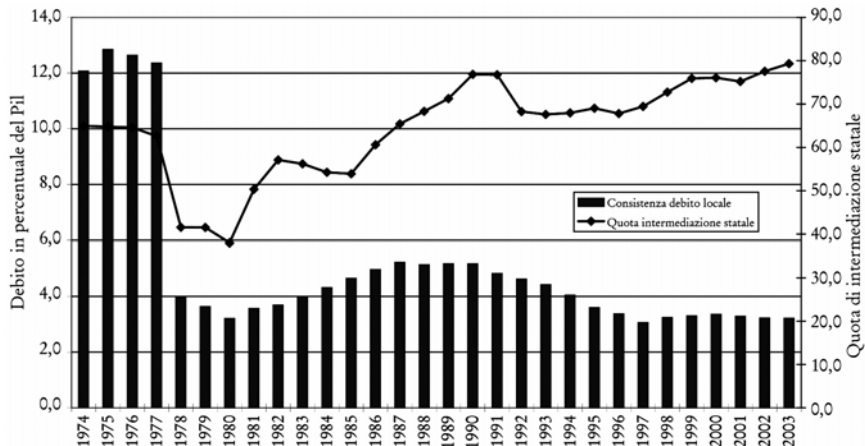


* Per "debito consolidato" è da intendersi il debito al netto delle posizioni finanziarie attive e passive interne all'aggregato in considerazione.

Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia.

GRAFICO 5

DEBITO NON CONSOLIDATO* DELLE AMMINISTRAZIONI LOCALI E INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA DEL SETTORE STATALE

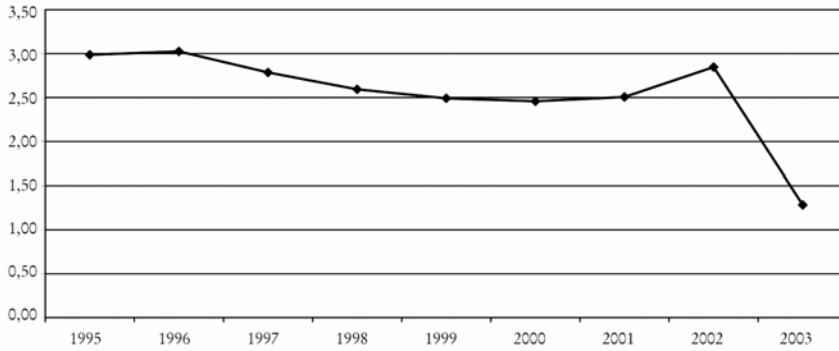


* Per "debito non consolidato" è da intendersi il debito calcolato come somma delle passività degli enti che costituiscono l'aggregato in considerazione, includendo quindi anche le posizioni finanziarie passive e attive che intercorrono tra questi stessi enti.

Fonte: nostra elaborazione su dati ISTAT e Ministero dell'economia e delle finanze.

GRAFICO 6

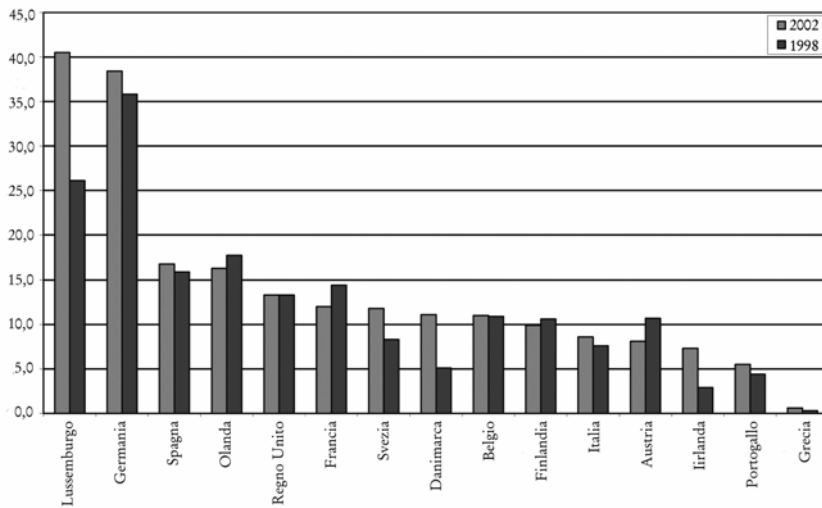
INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA PUBBLICA
(differenza tra debito non consolidato e consolidato
delle amministrazioni pubbliche in percentuale del Pil)



Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia e ISTAT.

GRAFICO 7

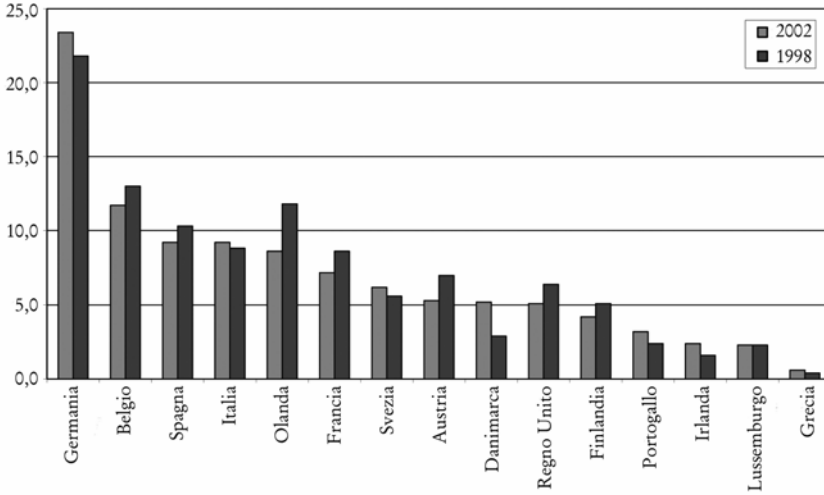
EVOLUZIONE DEL DEBITO NON CONSOLIDATO DELLE
AMMINISTRAZIONI LOCALI TRA IL 1998 E IL 2002
(dati in percentuale del debito consolidato delle amministrazioni pubbliche)



Fonte: nostra elaborazione su dati EUROSTAT.

GRAFICO 8

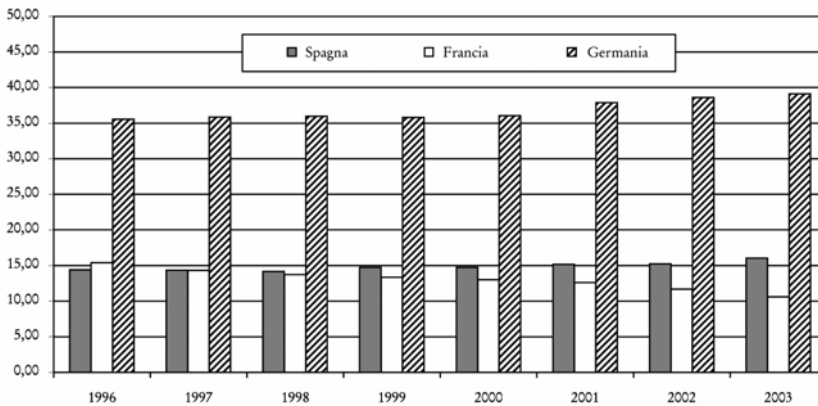
EVOLUZIONE DEL DEBITO NON CONSOLIDATO DELLE
AMMINISTRAZIONI LOCALI
(dati percentuali in rapporto al Pil del paese)



Fonte: nostra elaborazione su dati EUROSTAT.

GRAFICO 9

EVOLUZIONE DEL DEBITO CONSOLIDATO DELLE
AMMINISTRAZIONI LOCALI IN SPAGNA, FRANCIA E GERMANIA
(dati in percentuale del debito consolidato delle amministrazione pubbliche)



Fonte: nostra elaborazione su dati Banco de España, INSEE e Deutsche Bundesbank.

BIBLIOGRAFIA

- ALLGEMEINE HYPOTHEKENBANK RHEINBODEN AG, JUMBO PFANDBRIEFE, <http://www.rheinboden-online.de/servlet/PB/menu/1000070/index.html>.
- AUDIZIONE PRESSO SENATO DELLA REPUBBLICA (COMMISSIONE PROGRAMMAZIONE ECONOMICA, BILANCIO) DEL MINISTRO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE (DOMENICO SINISCALCO) (2004), "Effetti e tecniche di controllo dei flussi di finanza pubblica in ordine all'andamento del debito con particolare riferimento alla componente non statale - aggiornamento al 21 luglio 2004", 21 luglio.
- BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale del Governatore della Banca d'Italia*, Supplemento Statistico (Sezione Finanza Pubblica), vari anni, Roma.
- BANCA D'ITALIA, Base Informativa Pubblica on-line, <http://bip.bancaditalia.it/4972unix/homebipita.htm>.
- BANCO DE ESPAÑA, *Financial Accounts*, vari anni.
- BORDIGNON M. e F. CERNIGLIA (2003), "I nuovi rapporti finanziari fra stato e autonomie locali alla luce della riforma del Titolo V della Costituzione", *SIEP Working Papers*, no. 207.
- BRUNILA A., M. BUTI e D. FRANCO eds (2001), *The Stability and Growth Pact. The Architecture of Fiscal Policy in EMU*, Palgrave-Macmillan, Houndmills, Basingstoke.
- CASSA DEPOSITI E PRESTITI (2003) *Bilancio e Relazione 2002*, Roma.
- DEXIA-CAPITAL MARKETS, "Credit Research. Local Authorities' Eurobonds Market Overview Q1-Q4", <http://www.dexia-crediop.it>, varie edizioni.
- DEXIA-CREDIOP, Public Finance. Approfondimenti e Ricerche sulla Finanza Pubblica, <http://www.dexia-crediop.it>, varie edizioni.
- DEUTSCHE BUNDESBANK, *Monthly Report*, varie edizioni, Francoforte.
- EUROSTAT, *National Accounts - Financial Accounts*, Luxembourg, vari anni.
- FOSSATI A., a cura di (2003), *La nascita del federalismo italiano*, Franco Angeli, Milano.
- INSEE, *Comptes Nationaux*, Paris, vari anni.
- ISAE (2003), *Rapporto annuale sull'attuazione del federalismo*, Roma.
- ISTAT, *Statistiche sui bilanci consuntivi delle regioni e delle province autonome*, Roma, vari anni.
- ISTAT, *I bilanci consuntivi delle amministrazioni provinciali e comunali*, Roma, vari anni.
- ISTAT, *I bilanci consuntivi delle regioni e delle province autonome*, Roma, vari anni.
- ISTAT (1996), *Conti economici nazionali per settore istituzionale 1980-1995*, Roma.
- MASTROENI O. (2001), "Pfundbrief-style products in Europe", *BIS Papers*, no. 5.
- MINISTERO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA, *Relazione generale sulla situazione economica del paese*, Roma, vari anni.
- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Relazione generale sulla situazione economica del paese*, Roma, vari anni.

- REFORME (2004), *Federalismo 2004. Aspetti quantitativi e confronto con le esperienze europee*, Fondazione Cariplo - REF, Milano.
- SALVEMINI M.T. (1997), "Il finanziamento degli investimenti degli Enti Locali", Cassa Depositi e Prestiti, *Quaderno Monografico*, n. 1/1988.
- SALVEMINI M.T. (2002), *Il credito agli enti locali in Italia e in Europa*, Edibank-Bancaria Editrice, Roma.