LE FONTI DI FINANZIAMENTO DEGLI ENTI LOCALI ITALIANI

Michelangelo Nigro

Indice

1. Il nuovo sistema di finanza pubblica locale
2. La gestione attiva del debito
3. Il reperimento delle risorse per il finanziamento delle progettualità
   3.1. I criteri di scelta del prodotto finanziario
   3.2. Il ricorso al sistema bancario
      3.2.1. La normativa di riferimento e la procedura
      3.2.2. I tempi di concessione
      3.2.3. Il costo della raccolta
   3.3. Il ricorso alla Cassa depositi e prestiti
      3.3.1. La procedura di concessione ed erogazione
      3.3.2. La misura del costo di indebitamento: dal monoprodotto al multiprodotto
      3.3.3. Il sistema di retrocessione
   3.4. Le emissioni obbligazionarie degli enti territoriali italiani
      3.4.1. Le procedure di collocamento
      3.4.2. I tempi di concessione
   3.5. La comparazione economico - finanziaria
4. Il mercato dei capitali raccolti dagli enti territoriali italiani

Riferimenti bibliografici

1. Il nuovo sistema di finanza pubblica locale

Il ruolo degli enti locali in quest'ultimo decennio è cambiato notevolmente. La responsabilità di programmare gli investimenti sul territorio è passata ai livelli istituzionali inferiori[1] e, attraverso le riforme iniziate nel 1990 con la Legge 142, e proseguite con le Leggi Bassanini, si sta lentamente completando il passaggio da un sistema di finanza decentrata ad un sistema di finanza autonoma. Non solo le funzioni amministrative, ma anche quelle di carattere programmatorio, sono oramai di competenza

degli amministratori locali, ai quali si offrono gli strumenti necessari per attuare le politiche di promozione dello sviluppo economico endogeno.

Questo processo ha subito un'accelerazione anche grazie al verificarsi di una serie di eventi che hanno condizionato favorevolmente l'andamento dei mercati ed il quadro politico, economico e sociale. In primo luogo, l'ingresso dell'Italia nell'area Euro ha determinato una maggiore stabilità economica del paese, ponendo le basi per una ripresa delle politiche d'investimento. In secondo luogo, l'importante fase di passaggio dal vecchio Quadro Comunitario di Sostegno 1994 – 1999 alla nuova fase di programmazione dei Fondi Strutturali, nota come *Agenda 2000*, ha determinato la crescita del potere degli enti locali in materia di investimenti.

Non si possono dimenticare gli sforzi che l'Italia ha dovuto fare, e dovrà continuare a sopportare, per rimanere agganciata all'Europa. Il pesante debito pubblico ha condizionato la politica economica e monetaria di questi ultimi anni. Il processo di risanamento ha inevitabilmente coinvolto ogni grado della Pubblica Amministrazione; in particolar modo gli enti locali sono stati chiamati a ridurre il debito complessivo secondo una rigida politica di controllo dell'indebitamento. In base al *Patto di Stabilità e di Crescita*, sancito con il Trattato di Amsterdam, gli enti locali devono pianificare gli investimenti, "controllando il livello di debito"[2].

Il Patto nasce con il Trattato di Maastricht nel febbraio 1992 il quale ha definito i criteri di convergenza e le modalità per arrivare indenni alla moneta unica[3].

Il Trattato di Amsterdam (giugno 1997) ha stabilito alcune importanti regole per accelerare i processi di convergenza per un risanamento rapido e costante. Tra queste è possibile citare le seguenti:

a) il ricorso all'indebitamento è ammesso per finanziare le sole spese di investimento;
b) le proposte legislative che non rispettano gli equilibri finanziari fissati in bilancio, sono considerate inammissibili.

Tali regole chiamano in causa governi centrali e autonomie locali. Per quanto concerne i Governi centrali l'Unione Europea ha chiesto di rispettare i seguenti 4 criteri:

1. **Stabilità dei prezzi:** inflazione non superiore a quella media dei tre paesi con i risultati migliori, aumentata dell'1,5%;
2. **Stabilità dei tassi di interesse:** tasso nominale sui titoli di Stato a lungo termine, non superiore di oltre due punti percentuali l'analogo tasso medio dei tre Stati con i migliori risultati in termine di inflazione;
3. **Stabilità dei cambi:** assenza di manovre di svalutazione rispetto ai margini di fluttuazione previsti dallo SME, negli ultimi due anni;
4. **Stabilità della finanza pubblica:** alla fine del 1998, rapporto tra disavanzo pubblico e Prodotto Interno Lordo (PIL) non superiore al 3% e rapporto tra debito pubblico e PIL non superiore al 60%.

In questo scenario si collocano le disposizioni che vanno dalla Finanziaria '99 alla Finanziaria 2001[4].

Nell'ottica di una corretta gestione delle risorse pubbliche, i pilastri fondamentali su cui poggiare le politiche di bilancio, sono rappresentati dalla responsabilizzazione degli Amministratori locali, da una

efficiente politica di programmazione degli interventi sul territorio e dall'uso ponderato degli strumenti di finanziamento (nel rispetto del criterio di economicità).

L'adesione al Patto di Stabilità e di Crescita si concretizza in un'azione di risanamento attraverso la quale regioni, province autonome, province, comuni e comunità montane si devono impegnare a:

- ridurre progressivamente il finanziamento in disavanzo delle proprie spese;
- ridurre il rapporto tra il proprio ammontare di debito e il Prodotto Interno Lordo.

Tabella 1. I risultati del Disavanzo e del Debito pubblico

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
DISAVANZO / PIL	- 2,0	- 1,3	- 1,0	- 0,5	0,0	0,3
DEBITO / PIL	114,9	112,1	106,6	103,5	99,7	95,0

Fonte: DPEF 2001 – 2004

L'insieme di tutti i provvedimenti si lega con il riconoscimento dell'autonomia finanziaria di regioni, province e comuni, anche se il mutamento delle regole di finanziamento non è stato accompagnato da corrispondenti assunzioni di responsabilità finanziaria da parte di tutte le amministrazioni o di tutti i livelli di governo.

In questo ultimo decennio il percorso di risanamento della finanza pubblica del *Paese Italia* ha raggiunto risultati non sperati: l'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche in percentuale rispetto al PIL si è ridotto di oltre otto punti, passando da più dell'11% del 1990 al 2,7% del 1998.

La riduzione della struttura dei tassi di interesse ha favorito il miglioramento della spesa complessiva che la Pubblica Amministrazione sostiene per il ripiano dei propri debiti.

Gli enti locali hanno potuto beneficiare di questa favorevole situazione in termini di oneri finanziari e di razionalizzazione delle politiche di spesa per investimenti. L'andamento decrescente dei tassi ha, infatti, permesso agli enti locali di ottenere migliori condizioni nelle operazioni di indebitamento. Nel corso di questi ultimi anni è aumentato il ricorso al credito. I motivi principali non si ritrovano soltanto nelle condizioni generali dei mercati, ma derivano anche da pregevoli cambiamenti intervenuti nel sistema di finanziamento complessivo[5]:

Numerosi provvedimenti hanno sancito la ristrutturazione dell'Istituto principale erogatore di finanziamenti agli enti locali: la Cassa depositi e prestiti[6]. Sono migliorate le condizioni di concessione ed erogazione dei mutui sia in termini di procedure che di costi delle operazioni[7].

1) L'introduzione delle obbligazioni degli enti territoriali[8] ha attivato un nuovo canale di finanziamento che, solo a distanza di cinque anni, sta realmente affermandosi come strumento finanziario alternativo alla Cassa depositi e prestiti e alle banche.
2) L'utilizzo di nuovi strumenti alternativi di reperimento di capitale si va diffondendo sempre di più: dalla cartolarizzazione dei crediti alle operazioni di leasing finanziario.
3) In ultimo, non si possono tralasciare le operazioni di Interest Rate Swap (IRS) per la migliore gestione del debito già contratto.

Per procedere alla comparazione tra le principali leve di reperimento di capitale, è necessario indicare il percorso che un buon amministratore deve seguire per garantire efficienza, efficacia ed economicità alla gestione delle risorse pubbliche. Nella scelta dello strumento più idoneo, non si può prescindere dalla tipologia di spesa che si intende finanziare; ma, prima ancora, è determinante una preventiva analisi dei principali indicatori economici e finanziari degli ultimi bilanci, al fine di individuare la situazione dell'ente, il grado di autonomia, la rigidità strutturale, la capacità di indebitamento, l'affidabilità dell'ente relativa alla propria posizione debitoria (trattasi di indicatori funzionali alla definizione delle politiche di entrata e di spesa)[9.]

In linea generale si può affermare che, l'analisi di un bilancio ha come finalità prioritaria quella di definire la solidità finanziaria dell'ente, ma soprattutto serve per valutare l'effettiva capacità di investimento e indebitamento, oltre che consentire di valutare la gestione complessiva dal punto di vista finanziario, economico e patrimoniale[10].

Gli enti locali e le regioni, nella fase di previsione delle proprie combinazioni economiche, sono tenuti al rispetto di alcuni principi di bilancio, così come avviene per le aziende. Qualsiasi operazione programmata dall'ente deve trovare copertura nel bilancio. Ad ogni spesa impegnata[11] deve corrispondere una risorsa accertata[12].

Alla luce della accresciuta autonomia finanziaria degli enti, sancita dallo stesso Testo Unico (D.lgs.18 agosto 2000, n.267)[13], per comuni, province e regioni[14] cade il principio della spesa storica[15], utilizzato per anni da enti locali e regioni, e si dà avvio ad un sistema di finanza pubblica autonoma, in graduale sostituzione della finanza derivata basata sui trasferimenti erariali; in una sola parola: federalismo.

La logica sottostante la formazione di un bilancio non è più basata su un approccio di tipo incrementale (criterio della *spesa storica*), bensì su un sistema programmatorio ispirato al *zero base budgeting*[16]. Al contrario del sistema incrementale, questo approccio prevede la responsabilizzazione di ciascun centro di costo e la rivalutazione, anno per anno, degli interventi da realizzare, della loro necessità e convenienza[17].

Einaudi esprimeva tale concetto di Federalismo attraverso il *principio di corrispondenza*: per ogni livello di decisione pubblica ci deve essere corrispondenza tra responsabilità della spesa e responsabilità dell'entrata[18]. In altri termini, tutto ciò si esplicita in una maggiore responsabilità che le singole amministrazioni devono avere nel prendere decisioni sia di spesa che di entrata.

2. La gestione attiva del debito

La riforma del sistema di finanza pubblica non ha ancora avuto un effetto generale sul mondo delle autonomie locali; sono pochi i comuni e le province che hanno la possibilità di finanziare la propria attività, facendo leva su proprie risorse. La riduzione dei trasferimenti dall'alto ed una limitata autonomia finanziaria, impediscono, molto spesso, l'attuazione dei piani di investimento; se a questo si aggiunge un elevato grado di rigidità del bilancio, è palese la difficoltà per il reperimento di risorse.

Mutui e/o strumenti di finanza innovativa rappresentano le fonti che tali enti possono utilizzare per generare sviluppo. E' proprio in questa fase che acquista rilevante importanza la scelta della fonte di finanziamento[19].

Ogni ente locale per poter accedere al mercato dei capitali deve rispettare le seguenti condizioni che possono essere così riassunte[20]:

1) salvo alcune eccezioni, come ad esempio la possibilità di contrarre mutui per il finanziamento dei debiti fuori bilancio[21], si può ricorrere a mutui passivi per il finanziamento degli investimenti;
2) i mutui devono essere destinati a specifiche opere (vincolo della destinazione);
3) deve essere stato approvato il consuntivo del penultimo esercizio precedente quello in cui si intende assumere il nuovo mutuo;
4) deve essere stato approvato il preventivo che include le previsioni del mutuo che si intende assumere;
5) gli oneri indotti devono trovare copertura finanziaria nel bilancio pluriennale[22];
6) deve essere rispettato il limite fissato dall'articolo 204, comma 1 del Testo Unico, secondo cui non possono assumersi nuovi mutui, se la somma degli interessi annuali sui mutui già contratti, sui mutui da assumere e sulle garanzie prestate ai sensi dell'articolo 207, al netto di contributi statali e regionali in conto interesse, supera il 25% delle entrate correnti risultanti dal rendiconto del penultimo esercizio precedente l'anno in cui si intende contrarre il mutuo;
7) deve essere valutato il rischio di incorrere nella violazione di uno dei parametri di deficitarietà. Secondo il D.M. 6 maggio 1999, n.227 tra i parametri di deficitarietà è stabilito che gli interessi passivi sui mutui non devono superare il 12%, 13% e 8% delle entrate correnti, al netto delle poste correttive, rispettivamente per comuni, province e comunità montane.

Tra le altre condizioni fissate dal Testo Unico, nell'articolo 204, sono indicate alcune regole per l'assunzione di mutui con enti diversi dalla Cassa depositi e prestiti, dall'INPDAP e dall'Istituto per il credito sportivo. Pertanto, si tratta di regole che devono essere rispettate soprattutto nel caso di mutui con il sistema bancario. La regola principale prevede la forma pubblica, pena la nullità del contratto, le altre condizioni sono le seguenti:

a) l'ammortamento non può avere durata inferiore a dieci anni[23];
b) la decorrenza dell'ammortamento deve essere fissata al primo gennaio dell'anno successivo a quello della stipula del contratto salvo quanto previsto da norme speciali;
c) la rata di ammortamento deve essere comprensiva, sin dal primo anno, della quota capitale e della quota interessi;
d) unitamente alla prima rata di ammortamento del mutuo cui si riferiscono devono essere corrisposti gli eventuali interessi di preammortamento, gravati dagli ulteriori interessi, al medesimo tasso, decorrenti dalla data di inizio dell'ammortamento e sino alla scadenza della prima rata;

e) deve essere indicata la natura della spesa da finanziare con il mutuo e, ove necessario, avuto riguardo alla tipologia dell'investimento, dato atto dell'intervenuta approvazione del progetto esecutivo, secondo le norme vigenti;

f) deve essere rispettata la misura massima del tasso di interesse applicabile ai mutui, determinato secondo le disposizioni del Decreto del Ministero del Tesoro 10 maggio 1999.

In aggiunta a queste condizioni, il comma 3 dell'articolo 204, stabilisce le modalità di utilizzo delle somme concesse in mutuo: il ricavato del mutuo si utilizza sulla base dei documenti giustificativi della spesa ovvero sulla base di stati avanzamento dei lavori.

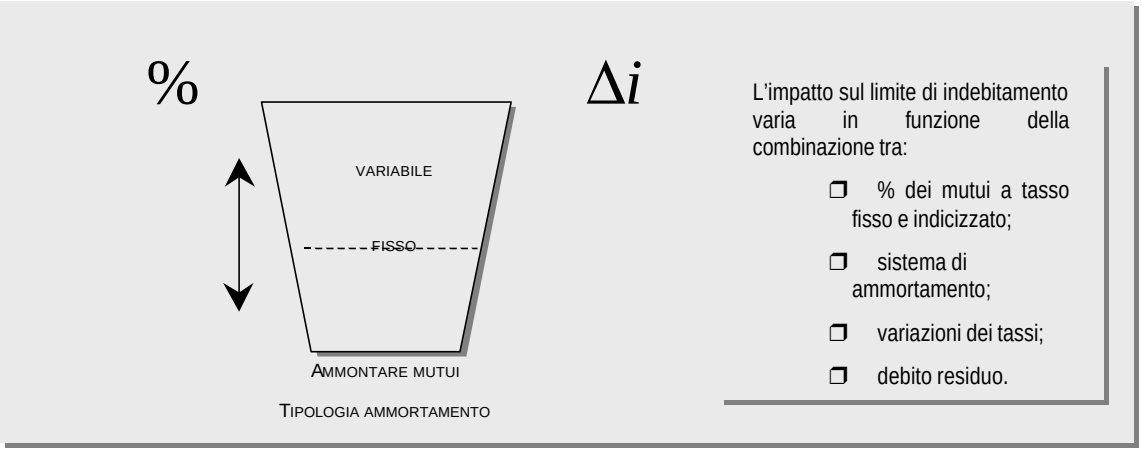
Tra queste regole e condizioni, è necessario soffermarsi sul vincolo più importante che resta quello dell'art.204, comma 1, in base al quale, per verificare la capacità di assumere nuovi mutui è necessario partire dal rendiconto approvato del penultimo esercizio precedente l'anno di valutazione, dal quale si verifica la consistenza delle entrate correnti e l'ammontare degli interessi passivi risultanti dalla classificazione economico/funzionale del medesimo documento (oneri passivi sui mutui già contratti); in base ai dati del bilancio preventivo, invece, si effettuerà una stima degli interessi che l'ente pagherà, a partire dal 1° gennaio dell'anno successivo, sui nuovi mutui deliberati (entrate da accensione di nuovi mutui - Titolo V).

È possibile sollevare alcune critiche sulla efficacia ed efficienza di questo indicatore[24]. Le voci che lo compongono sono soggette ad un'estrema dipendenza da fattori esterni non controllabili dagli amministratori, con differenti gradi di sensibilità[25].

Ad esempio, la composizione stessa delle entrate correnti varia in funzione del livello dei trasferimenti concessi dallo Stato ogni anno. Gli enti di piccole dimensioni sono più vulnerabili: di fronte a tagli di tali risorse, la capacità impositiva (la leva fiscale) non sempre è utilizzabile come strumento di compensazione delle minori entrate trasferite. Un altro elemento che può inficiare una corretta valutazione della capacità di indebitamento, è la percentuale delle singole categorie del Titolo III, in particolare delle entrate derivanti da proventi di servizi pubblici. Le differenti modalità di gestione di un servizio si riflettono in modo determinante sul bilancio di un ente locale.

La gestione di un servizio in economia determina delle entrate che, invece, non compaiono nel bilancio se la gestione avviene a mezzo di S.p.A. (in tal caso i ricavi e i costi si riflettono sul bilancio dell'ente solo in termini di risultati differenziali). È evidente che gli enti di piccole dimensioni sono maggiormente soggetti a tali variazioni, in quanto più propensi a gestire in economia ogni tipo di servizio. La tendenza all'associazionismo avrebbe l'obiettivo di migliorare la qualità e l'efficienza dei servizi pubblici, e soprattutto migliorerebbe anche gli aspetti economici e finanziari con riflessi positivi sul bilancio[26].

Continuando nell'analisi delle voci che rientrano nella formula della capacità di indebitamento, la sensibilità degli oneri passivi calcolati sul debito pregresso, è funzione dell'ammontare dei mutui contratti a tasso variabile e della tipologia del piano di ammortamento scelto. La combinazione tra peso dei mutui indicizzati e variazione dell'andamento dei tassi, determina un diverso impatto sul limite di indebitamento.



L'analisi dell'impatto di una variazione dei tassi sul limite di indebitamento, deve partire da ipotesi semplicistiche, al fine di isolare l'evento Δi dalle altre variabili che inevitabilmente incidono in modo determinante sul risultato. Le ipotesi di questa breve valutazione sono le seguenti:

1) le entrate correnti restano invariate;
2) la percentuale di composizione del debito già contratto non cambia (x% di mutui indicizzati, y% di mutui a tasso fisso);
3) il piano di ammortamento prevede il sistema della rata costante con quote di capitale crescente e cedola decrescente[27];
4) l'ammontare complessivo dei debiti dell'ente rimane invariato: rispetto alle quote di capitale estinte, l'ente paga quote di capitale di pari importo sui nuovi mutui contratti.

Un aumento dei tassi di mercato comporta una riduzione della capacità di indebitamento; tale variazione risulta essere più elevata nel caso in cui l'ente ha un maggior volume di mutui indicizzati, con un piano di ammortamento di maggiore durata; infatti, l'allungarsi della scadenza produce una maggiore ripartizione nel tempo delle rate ed un più elevato valore di debito residuo. Viceversa, una riduzione dei tassi di interesse, a parità di condizioni, determina un miglioramento della capacità di indebitamento.

Alle considerazioni appena esposte, va aggiunto l'ulteriore elemento relativo alla definizione degli oneri passivi sui mutui da contrarre (definiti nel bilancio previsionale). Le scelte strategiche dell'ente dovranno partire da un'analisi di medio e lungo periodo sulle variabili di mercato che possono influenzare l'andamento dei tassi. Sulla base di tali valutazioni si dovrà scegliere lo strumento finanziario, il tipo di ammortamento sia in termini di durata che di tasso.

Le economie di bilancio realizzate con una scelta oculata dello strumento di debito, hanno sicuramente un maggior impatto su quegli enti che soffrono di scarsa liquidità, in sostanza di enti di piccole dimensioni con una limitata autonomia finanziaria e scarsa capacità di utilizzo della leva fiscale.

Qui di seguito è riportato lo schema per l'individuazione della capacità di indebitamento di un comune:

Tabella 2. Il calcolo della capacità di indebitamento

ENTRATE CORRENTI DA CONSUNTIVO (ANNO X – 1)	(A)
25% DELLE ENTRATE CORRENTI	(B) = A * 25%
INTERESSI PASSIVI SUI MUTUI GIÀ CONTRATTI AL NETTO DI ONERI DI PRE/AMMORTAMENTO E DI CONTRIBUTI IN CONTO INTERESSI (ANNO X – 1)	(C)
CAPACITÀ DI IMPEGNO PER INTERESSI	(D) = B – C
MUTUI DA ASSUMERE NELL'ANNO X, I CUI INTERESSI SI PAGANO A PARTIRE DALL'ANNO X + 1	(E)
INTERESSI CONSEGUENTI AL RICORSO ANNUALE AL CREDITO (CALCOLATI SU "E")	(F)
CAPACITÀ D'IMPEGNO PER INTERESSI RESIDUA A FINE ESERCIZIO	(G) =D – F
VOLUME DEI MUTUI ULTERIORMENTE CONTRAIBILI, CONSIDERATO UN TASSO ANNUO DI MERCATO	(H) = G/ I*
CAPACITÀ DI INDEBITAMENTO PER L'ANNO X + 1 (VALORE IN %)	L = [(C + F)/ A]*100

* con "i" si individua il tasso medio applicabile sui mutui che si prevede di contrarre

L'applicazione di questo schema permette una valutazione non solo dell'indice di riferimento che misura il rapporto tra il totale degli oneri passivi e le entrate correnti (voce L), ma consente la definizione dell'ammontare massimo dei debiti contraibili (voce H). Si tratta chiaramente di indicazioni puramente teoriche, infatti non è consigliabile assorbire l'intera capacità di indebitamento, attraverso la stipulazione di nuovi mutui fino a concorrere alla soglia limite. E' evidente che nessun buon amministratore si assumerebbe il rischio di contrarre mutui fino al limite massimo stabilito dalla legge: si incorrerebbe nella violazione di uno dei parametri di deficitarietà e, nel lungo periodo, si rischierebbero situazioni di forti squilibri finanziari.

L'ipotesi di un valore basso dell'indice non deve indurre l'ente ad investire, finanziandosi con l'indebitamento, senza una logica di programmazione di lungo periodo, infatti, la durata dei mutui è talmente lunga che non è possibile prevedere l'andamento dei tassi per il periodo corrispondente. Un incremento di tassi non prevedibile, potrebbe portare il su indicato limite vicino alla soglia del 25% e, ancor prima, a quella fissata dai parametri di deficitarietà (12% per i comuni, 13% per le province, 8% per le comunità montane).

Il problema dei finanziamenti non può essere risolto esclusivamente attraverso una politica fiscale rigida; è necessario rafforzare la lotta all'evasione e all'elusione fiscale; è importante scegliere gli strumenti finanziari più coerenti alla tipologia di spesa da finanziare, analizzare le diverse combinazioni tra durata e tipo di tasso.

3. Il reperimento delle risorse per il finanziamento delle progettualità

Scegliere lo strumento finanziario più adeguato al finanziamento degli investimenti, è oramai divenuto un percorso obbligato per gli amministratori locali. La presenza dei vincoli sull'indebitamento da un lato,

la maggiore flessibilità dei prodotti finanziari dall'altro, impongono una precisa valutazione dei costi di indebitamento.

È possibile individuare un percorso ideale per la scelta del canale di finanziamento, che non tenga conto solo degli oneri, ma consideri anche i tempi necessari per l'attivazione ovvero la complessità delle procedure in generale.

3.1. I criteri di scelta del prodotto finanziario

In un'analisi economica e finanziaria comparativa, si possono individuare tre distinte fasi:

1. individuazione dell'opera da finanziare;
2. verifica della capacità di indebitamento;
3. analisi degli strumenti alternativi di finanziamento.

La prima fase implica una scelta della spesa da finanziare, condizionata dalla necessità di stabilire, tra i progetti pianificati, l'investimento più urgente; esiste, specie per i comuni di piccole dimensioni (oltre il 70% degli 8.100 comuni italiani hanno una popolazione inferiore ai 5 mila abitanti), il vincolo di *capital rationing*: le limitate risorse disponibili in bilancio, impediscono la realizzazione di più interventi nello stesso periodo; di qui la necessità di scelta.

Tra le spese di investimento finanziabili troviamo l'acquisto e/o costruzione /ristrutturazione di immobili, la realizzazione di opere, l'acquisto di impianti, macchinari, automezzi, ecc.[28].

Il secondo passo da compiere, importante dal punto di vista economico-finanziario, consiste in un'analisi di bilancio tesa ad individuare il limite di indebitamento, non solo da un punto di vista statico, ma soprattutto dinamico. La percentuale di interessi sul totale delle entrate correnti è soggetta ad una variabilità derivante dalla instabilità dei tassi di interesse e delle stesse entrate. Se nel breve periodo è possibile stimare l'andamento di questi fattori, nel medio lungo periodo ciò diventa difficile.

Solo dopo aver verificato la fattibilità dell'operazione, si procede all'individuazione dello strumento più adeguato per il reperimento del capitale.

Il Testo Unico indica in modo preciso le fonti di finanziamento degli investimenti, infatti, l'art.199 recita: *Per l'attivazione degli investimenti gli enti locali possono utilizzare:*

a) entrate correnti destinate per legge agli investimenti;

b) avanzi di bilancio, costituiti da eccedenze di entrate correnti rispetto alle spese correnti aumentate delle quote capitali di ammortamento dei prestiti;

c) entrate derivanti dall'alienazione di beni e diritti patrimoniali, riscossioni di crediti, proventi da concessioni edilizie e relative sanzioni;

d) entrate derivanti da trasferimenti in conto capitale dello Stato, delle regioni, da altri interventi pubblici e privati finalizzati agli investimenti, da interventi finalizzati da parte di organismi comunitari e internazionali;

e) avanzo di amministrazione, nelle forme disciplinate dall'articolo 187;

f) mutui passivi;

g) altre forme di ricorso al mercato finanziario consentite dalla legge.

In questa trattazione, ovviamente, l'attenzione si concentra esclusivamente sugli ultimi due punti, ovvero sulle operazioni di ricorso al debito. Il confronto tra le emissioni obbligazionarie, i mutui con il sistema creditizio e con la Cassa depositi e prestiti è realizzato sulla base di tre elementi:

- Procedura
- Tempi di concessione
- Costo della raccolta

Nelle pagine che seguono si rileva il procedimento di valutazione delle principali leve di reperimento di risorse, individuando punti di forza e di debolezza dei singoli strumenti, nelle varie fasi dell'operazione.

3.2. Il ricorso al sistema bancario

L'evoluzione della Pubblica Amministrazione ha inevitabilmente coinvolto il sistema bancario. Il legame tra enti locali e banche è diventato sempre più stretto, a partire dal 1990, data in cui è cessato il monopolio della Cassa depositi e prestiti come ente erogatore di finanziamenti. Prima di quella data, ogni ente, nella richiesta di un mutuo, aveva l'obbligo di chiedere preventiva autorizzazione alla Cassa depositi e prestiti che, qualora non avesse avuto disponibilità, concedeva la possibilità di rivolgersi ad un istituto di credito.

3.2.1. La normativa di riferimento e la procedura

In merito alla procedura di accesso al sistema creditizio, gli enti locali, nella scelta dell'istituto mutuante, seguono le disposizioni previste dal D.lgs.66/1989[29], dal D.lgs.157/1995 e successive modifiche[30] e dal Testo Unico[31]. La domanda formale di mutuo deve contenere le informazioni relative all'importo e allo scopo del mutuo[32].

Le principali caratteristiche di questa tipologia di operazione sono indicate nell'articolo 204, comma 2 del Testo Unico. Si riportano qui di seguito le principali indicazioni:

- *Contratto:* vi è l'obbligo della forma pubblica; il contratto deve fornire precise indicazioni in merito alle condizioni dell'ammortamento, dei tassi di interesse, della natura della spesa che si intende finanziare, nonché deve prevedere alcune clausole relative ad esempio alla somministrazione del capitale (sistema basato sugli stati di avanzamento dei lavori).
- *Sistema di ammortamento*: vi è ampia flessibilità nella scelta della durata del ripiano del debito; ciò consente all'ente mutuatario di valutare e scegliere la durata più adeguata alla tipologia della spesa da finanziare, alla propria situazione di bilancio e alla situazione complessiva del mercato finanziario e delle sue tendenze future.

  In base agli articoli 2 e 3 del D.M.T. del 10 maggio 1999[33], è possibile stipulare mutui a tasso fisso e variabile con scadenze decennali, fino a quindici e oltre quindici anni.

  Il pagamento della prima rata, che deve essere comprensiva di capitale ed interessi, deve avvenire dal 1° gennaio successivo alla data di stipula del contratto e, su richiesta del mutuatario, a partire dal secondo anno successivo alla data della concessione formale o della stipula del contratto (art.5, comma 7, D.lgs.444/95). Le rate sono semestrali e posticipate e scadono il 30 giugno ed il

31 dicembre. Per i mutui a tasso variabile le quote di capitale sono crescenti e predeterminate, gli interessi variano in funzione dell'andamento del parametro di riferimento. Per i mutui a tasso fisso vige il sistema di ammortamento a rata costante o francese in cui la quota di rimborso è costante, con quote di capitale crescenti ed interessi decrescenti.

- *Somministrazione del capitale:* la realizzazione di un progetto di investimento, genera delle spese che si spalmano in un arco temporale variabile in funzione della tipologia di opera finanziata. L'erogazione delle somme necessarie per garantire il completamento dei lavori, avviene dietro presentazione di un mandato di pagamento, il quale è emesso contestualmente con i documenti giustificativi della spesa.

Con la Finanziaria 1999[34], sono state apportate numerose ed importanti modifiche al regime di deposito dei mutui concessi dal sistema bancario agli enti locali. È ormai pacifica l'uscita dal regime di Tesoreria Unica dei mutui rivenienti dalle banche e non assistiti da contributi statali in conto interesse o in conto capitale (art.14 *bis* D.L.151/91 convertito in L.202/91). Alla luce del nuovo sistema di Tesoreria, la concessione del mutuo è immediatamente seguita dall'erogazione dell'importo mutuato, il quale entra nelle casse del Tesoriere dell'ente[35]. Ciò riduce i costi dell'operazione, in quanto sulle somme non ancora utilizzate, maturano degli interessi attivi che riducono il costo complessivo del mutuo (si rinvia al paragrafo *3.2.3*).

3.2.2. I tempi di concessione

La determinazione dei tempi di concessione ed erogazione di un mutuo bancario è condizionata da una serie di fattori, principalmente legati agli aspetti burocratici e amministrativi della procedura, quindi ai tempi di evasione delle pratiche da parte sia dell'ente richiedente, sia dell'istituto mutuante. Seguendo la normativa del D.lgs.157/95, in attuazione di direttive comunitarie in materia di servizi finanziari, gli enti locali sono tenuti a rispettare la procedura di aggiudicazione ad evidenza pubblica.

Dalla data di deliberazione di assunzione di un mutuo, alla data di stipula del contratto, si possono individuare brevemente i diversi passaggi: l'ente richiedente deve approntare la documentazione necessaria per formalizzare la domanda di mutuo; la banca deve analizzare la richiesta e deliberare l'affidamento; il mutuatario deve presentare i documenti necessari per la stipula definitiva. Mediamente una banca riesce ad erogare il mutuo in meno di un mese dalla data di richiesta. I tempi si possono allungare nel momento stesso in cui il mutuatario impiega un tempo maggiore per produrre la documentazione richiesta dal mutuante per l'affidamento del mutuo.

3.2.3. Il costo della raccolta

Con l'entrata in vigore del D.M.T. del 10 maggio 1999, la determinazione del costo di un mutuo si lega all'andamento del mercato finanziario. Secondo le nuove disposizioni, per le operazioni regolate a tasso fisso, il costo globale annuo massimo è determinato dai seguenti parametri:

- ✓ per i mutui fino a dieci anni si utilizza come parametro di riferimento l'Interest Rate Swap a sette anni più uno spread dello 0,70%;
- ✓ per i mutui fino a quindici anni, l'IRS a dieci anni più uno spread dello 0,75%;
- ✓ per i mutui oltre i quindici anni, l'IRS a dodici anni più uno spread dello 0,80%.

Per Interest Rate Swap si intende il tasso lettera verso Euribor a sei mesi rilevato alle ore 11 del giorno lavorativo precedente quello di stipula del contratto di mutuo[36].

Per i mutui a tasso variabile il costo globale annuo massimo applicabile è il seguente:

- ✓ per i mutui fino a dieci anni il parametro di riferimento è l'Euribor a sei mesi più uno spread dello 0,70%;
- ✓ per i mutui fino a quindici anni, l'Euribor a sei mesi più uno spread dello 0,75%;
- ✓ per i mutui oltre i quindici anni, l'Euribor a sei mesi più uno spread dello 0,80%.

Il tasso Euribor a sei mesi è rilevato due giorni lavorativi antecedenti la data di decorrenza della cedola[37].

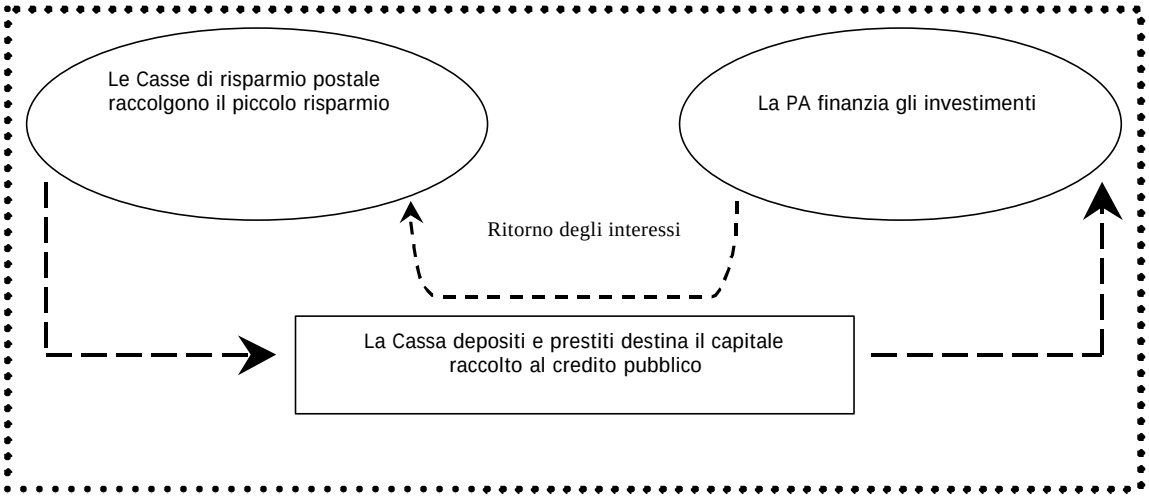
Ai tassi fissi e variabili si applica la commissione onnicomprensiva in vigore nel periodo di riferimento, la quale rimane fissa per l'intera durata del mutuo. Per i prestiti concessi nel 1999 il D.M.T. del 18 gennaio 1999 ha stabilito una commissione dello 0,80%.

Per quanto concerne il trattamento fiscale degli interessi attivi[38] che maturano sulle somme non ancora somministrate, il regime vigente prevede che sui depositi fruttiferi aperti per i nuovi mutui gestiti direttamente dal Tesoriere, gli interessi siano assoggettati al trattamento fiscale del 27%, ai sensi dell'art.26, comma 2 del D.P.R.600/1973. Ciò riduce la liquidità degli enti. Da un punto di vista della gestione attiva della liquidità, l'assenza di vincoli non impedisce all'ente locale di investire la propria liquidità in attività più remunerative e con un trattamento fiscale meno rigido; i pronti contro termine, ad esempio, sono tassati al 12,50% anziché al 27%. La possibilità del reinvestimento della liquidità è stata certificata dallo stesso Ministero del Tesoro che, con nota prot.29938 del 26 marzo 1998, ha stabilito che gli esuberi del fondo cassa possono essere investiti in operazioni di p/t[39].

3.3. Il ricorso alla Cassa depositi e prestiti

La Cassa depositi e prestiti rappresenta il canale di reperimento delle risorse più noto a tutta la Pubblica Amministrazione italiana. Venne istituita con la Legge n.1097 del 1850, seguendo l'esempio dell'istituto francese Caisse des dépot et consignations; la sede era a Torino, allora capitale del Regno di Sardegna. Solo dopo l'unità d'Italia tutte le funzioni delle numerose Casse nate in diverse parti del Regno, furono accentrate prima a Firenze e poi a Roma. Era il 1870 quando Quintino Sella presentò un disegno di legge che individuava nelle Casse di Risparmio Postale, già operanti in Inghilterra dal 1861, il perno su cui la Cassa depositi e prestiti avrebbe dovuto far leva per finanziare le grandi opere infrastrutturali della Pubblica Amministrazione locale. Le Casse di risparmio postale iniziano ufficialmente la loro attività di raccolta il 1° gennaio 1876 attraverso i libretti nominativi; nel 1924 il R.D.2106 introduce i buoni postali fruttiferi. Solo con la Legge del 14 giugno 1928, n.1398 viene riconosciuta alla Cassa depositi e prestiti la possibilità di destinare anche i fondi raccolti attraverso i buoni postali, al finanziamento delle spese di investimento di comuni, province, consorzi e istituti di istruzione e beneficenza[40].

Il percorso di raccolta vede pertanto coinvolti diversi soggetti: lo Stato assume il ruolo di emittente di buoni; le Casse postali collocano i titoli sul mercato; la Cassa depositi e prestiti investe il denaro raccolto, concedendo mutui agli enti locali.



La Cassa depositi e prestiti è nata come Direzione Generale del Ministero del Tesoro, pur avendo un bilancio separato da quello dello Stato. Nel 1983, viene riconosciuta piena autonomia e, nel 1993, l'istituto acquista personalità giuridica[41]. L'ultima rilevante novità risale al 30 luglio 1999, quando il Governo, in attuazione di disposizioni previste dalle Bassanini, con il D.lgs.284 modifica la natura ed il funzionamento della Cassa depositi e prestiti, al fine di migliorarne l'organizzazione e la funzionalità[42].

Il 1998 ed il 1999 sono stati caratterizzati anche dall'accesso delle regioni alla Cassa depositi e prestiti. La Circolare 1227 del febbraio '98 ha esteso i soggetti mutuatari, comprendendo tra questi anche le regioni e le province autonome[43].

Le concessioni riguardano in modo differenziato i vari settori di intervento:

- edilizia pubblica e sociale
- edilizia scolastica e universitaria
- impianti sportivi, ricreativi e ricettivi
- opere di edilizia sanitaria
- opere di ripristino per calamità naturali
- opere di viabilità e trasporti
- opere idriche
- opere igieniche
- opere nel settore energetico
- per opere pubbliche varie
- scopi vari
- passività

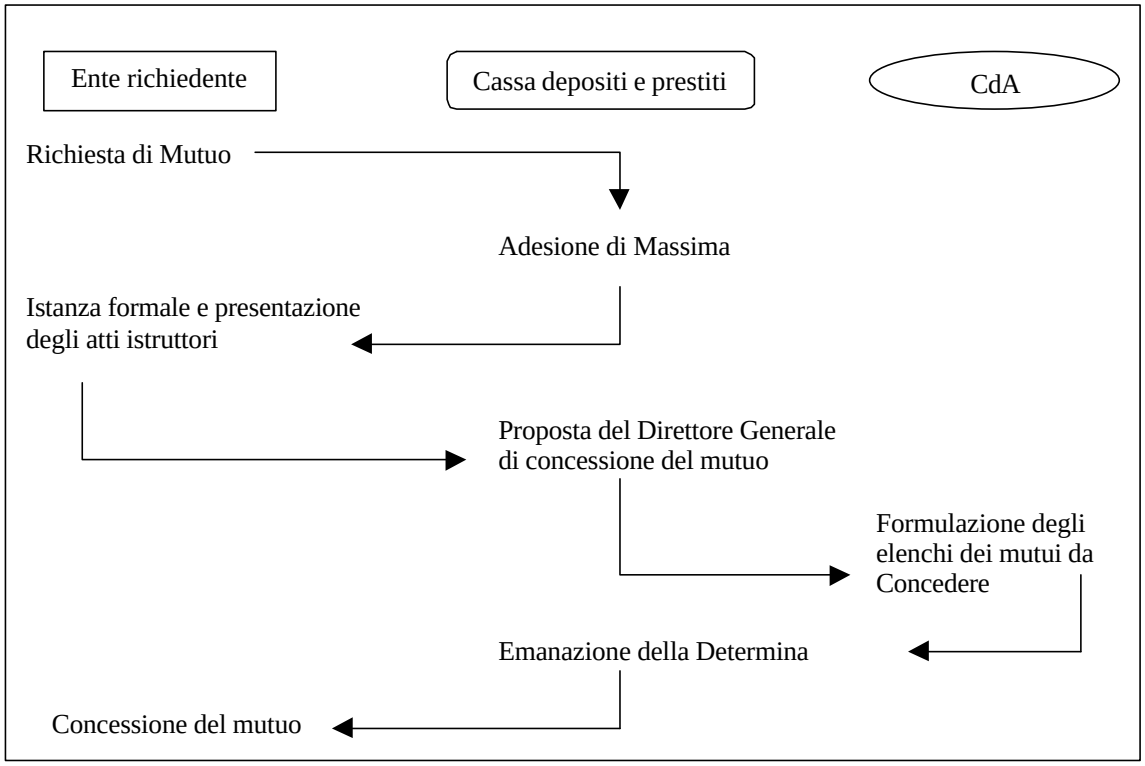
Si tratta di opere di investimento che toccano tutti i punti nodali per il miglioramento della qualità dei servizi offerti ai cittadini. La promozione dello sviluppo locale inizia da interventi di questo genere.

3.3.1. La procedura di concessione ed erogazione

La riorganizzazione della Cassa ha portato delle rilevanti modifiche sulle procedure di concessione ed erogazione, rese più snelle e rapide.

La domanda di mutuo, firmata dal legale rappresentante o dal dirigente competente, deve indicare l'oggetto dell'investimento e il fabbisogno finanziario, nel rispetto del vincolo di destinazione che la legge impone. Sulla base di questa richiesta la Cassa rilascia in via temporanea la cosiddetta *Adesione di massima*, che non costituisce impegno formale, ma semplicemente indica la disponibilità dell'Istituto alla concessione del prestito e gli atti che l'ente dovrà produrre per ottenere la formale concessione. Sulla base della documentazione richiesta, l'ente produrrà gli atti istruttori per concludere la procedura. Il Direttore Generale propone al Consiglio di Amministrazione dell'Istituto (organo deputato alla concessione formale dei mutui, il cui presidente è il Ministro del Tesoro) di valutare le istruttorie. Sulla base degli elenchi deliberati dal CdA, il Direttore emana le cosiddette *Determine* che assumono valore di decreto di concessione.

A concessione avvenuta, l'erogazione delle somme destinate al finanziamento dell'investimento sottostante, non segue più il vecchio sistema degli stati avanzamento lavori (sal): non occorre infatti la presentazione dei documenti giustificativi di spesa, ma è sufficiente una dichiarazione del responsabile del procedimento, la quale attesti la natura e l'importo delle spese da imputare in conto mutuo.



3.3.2. La misura del costo di indebitamento: dal monoprodotto al multiprodotto

I mutamenti delle condizioni di mercato e del quadro politico economico hanno determinato in questi ultimi anni (in particolare a partire dal 1998) un netto miglioramento delle metodologie di finanziamento agli enti locali. La Cassa depositi e prestiti ha adeguato rapidamente i tassi di interesse alla nuova struttura dei tassi di mercato.

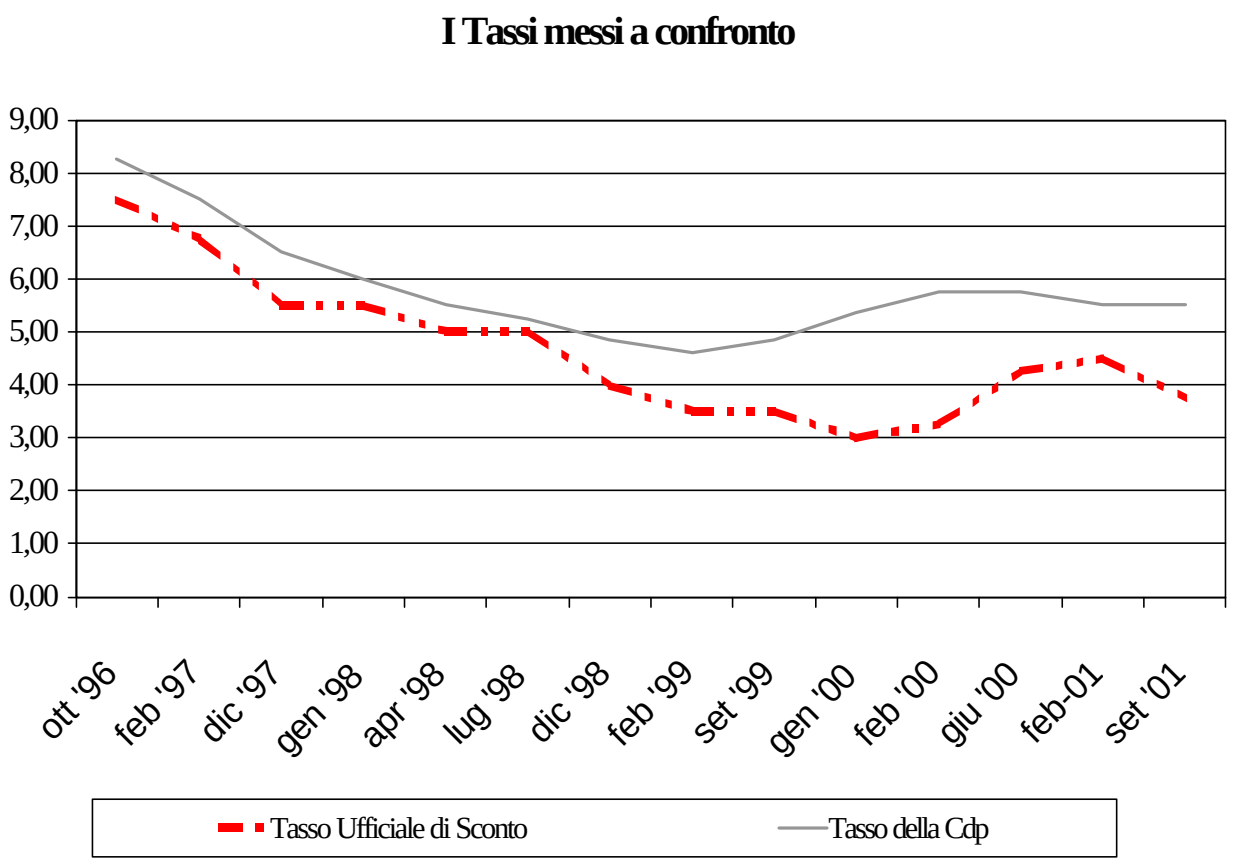
La flessibilità del principale istituto erogatore di fondi agli enti locali, può essere misurata dal numero degli interventi di modifica dei tassi e dal loro valore.

Tabella 3. Le variazioni del saggio di interesse applicato dalla Cassa depositi e prestiti

Decreto Ministero del Tesoro	Tassi di interesse
27 luglio 1961	5,50%
22 giugno 1970	6,00%
18 ottobre 1974	9,00%
09 maggio 1981 (G.U. 19 maggio 1981 n.135)	10,50%
30 dicembre 1986 (G.U.13 gennaio 1987 n.9)	9%
31 ottobre 1996 (G.U. 07 novembre 1996 n.261)	8,25%
14 febbraio 1997 (G.U. 19 febbraio 1997 n.41)	7,50%
05 dicembre 1997 (G.U. 11 dicembre 1997 n.288)	6,50%
24 gennaio 1998 (G.U. 28 gennaio 1998 n.22)	6%
02 aprile 1998 (G.U. 07 aprile 1998 n.81)	5,50%
30 luglio 1998 (G.U. 06 agosto 1998)	5,25%
02 dicembre 1998 (G.U. 07 dicembre 1998 n.286)	4,85%
16 febbraio 1999 (G.U. 18 febbraio 1999 n.40)	**Tasso fisso 4% - 4,35% - 4,60%** **Tasso indicizzato Euribor**
13 settembre 1999 (G.U. 17 settembre 1999 n.219)	**Tasso fisso 4,25% - 4,60% - 4,85%** Tasso indicizzato Euribor
28 dicembre 1999 (GU 30 dicembre 1999 n.305)	**Tasso fisso 4,85%, 5,15% e 5,35%** Tasso indicizzato Euribor
16 febbraio 2000 (G.U. 19 febbraio 2000)	**Tasso fisso 5,45%, 5,65% e 5,75%** **Tasso indicizzato Euribor**
16 febbraio 2001 (G.U. 28 febbraio 2001)	**Tasso fisso 5,10%, 5,35% e 5,50%** **Tasso indicizzato Euribor** **Spread = 0**

Fonte: Elaborazioni CeRST su dati Cassa depositi e prestiti

Nel grafico successivo è visibile il trend che ha seguito il tasso della banca degli enti locali, rispetto all'andamento del principale indicatore del mercato dei tassi: il tasso ufficiale di sconto[44]. I tassi Cdp presi in considerazione nel grafico sono quelli dei mutui ventennali a tasso fisso.



Per quanto concerne la tipologia dell'offerta di prodotti finanziari da parte dell'Istituto, ed il relativo costo, prima dell'introduzione dei mutui indicizzati (D.M.T. 16 febbraio 1999), misurare il costo di indebitamento non costituiva un problema. Le condizioni dei prestiti erano standard sia in termini di tassi, solo fisso, sia di durata (ventennale, salvo specifiche opere per le quali la durata si riduceva a dieci anni). A partire dal 18 febbraio 1999, agli enti locali è concessa la facoltà di scegliere tra diverse possibilità di indebitamento:

- ✓ mutui a tasso fisso differenziato in base alle scadenze;
- ✓ mutui a tasso variabile, con un criterio di calcolo del costo complessivo dell'indebitamento che garantisce gli equilibri finanziari dell'operazione da variazioni eccezionali del parametro di riferimento;
- ✓ estinzione parziale anticipata alla pari, mediante una maggiorazione del tasso.

La valutazione del costo della raccolta dei mutui contratti con la Cassa depositi e prestiti, risulta alquanto semplice per i mutui a tasso fisso e variabile; diventa più complessa per i mutui con diritto di estinzione parziale anticipata alla pari. Difficoltà non legate alla determinazione del costo effettivo dell'operazione di indebitamento, ma derivante dal numero elevato di possibili scelte di cui l'ente dispone. In ogni caso non ci sono commissioni aggiuntive e il tasso pagato è l'unico costo che l'ente sostiene per l'operazione.

La possibilità di differenziare le scadenze e di accendere un mutuo a tasso variabile, spingono l'ente a valutazioni più accurate e approfondite della struttura dell'operazione. Il passo in avanti compiuto

dall'Istituto è notevole e dimostra, ancora una volta, l'accentuata sensibilità verso i problemi di finanziamento degli enti locali.

La nuova struttura dei tassi fissi, prevede la crescita del costo all'allungarsi delle scadenze, oggi anche intermedie, dai dieci ai venti anni. Inoltre, è previsto uno sconto di 0,15 punti percentuali per il finanziamento degli investimenti infrastrutturali (sono quindi escluse tutte le opere che rientrano nell'oggetto dei finanziamenti, ma non sono definibili come investimenti infrastrutturali) programmati dagli enti inseriti nei Patti territoriali e Contratti d'area, nonché per il finanziamento delle spese di investimento inserite nei programmi di riqualificazione urbana e di sviluppo sostenibile del territorio di cui agli allegati A e B del decreto del Ministro dei lavori pubblici del 19 aprile 2000. Il tasso fisso consente una precisa pianificazione finanziaria dell'operazione sia per il mutuatario che per il mutuante.

Per quanto concerne i mutui indicizzati, la Cassa depositi e prestiti ha disciplinato questa nuova tipologia di mutuo stabilendo che gli enti locali possono assumere un mutuo di dieci, quindici o venti anni, con sistema di rimborso a quote di capitale costanti. Il parametro di riferimento è l'Euribor a sei mesi[45]. In base all'ultimo Decreto del 16 febbraio 2001 la Cdp ha eliminato lo spread sui mutui indicizzati, pertanto il costo del debito resta invariato indipendentemente dalla sua durata[46].

Il suo valore viene determinato (e reso pubblico) dall'Istituto, secondo una particolare procedura: il parametro di riferimento è dato dalla media aritmetica dei rilevamenti effettuati nei giorni lavorativi del mese precedente di un mese l'inizio del periodo di riferimento della rata di ammortamento. Per le rate di interesse in scadenza il 30 giugno si considera il valore rilevato nel novembre precedente, per le rate di dicembre si utilizza la media del maggio precedente.

La preferenza di una media di rilevazioni, rispetto ad una rilevazione puntuale, deriva dalla necessità di evitare che eventi eccezionali possano determinare valori troppo elevati dell'indice di riferimento, a danno dell'ente mutuatario. In tal modo si garantisce una maggiore stabilità del costo dell'operazione, almeno nel breve periodo. Tale misura assicura anche gli equilibri della Cassa depositi e prestiti.

Infine, agli enti locali è concessa la possibilità di modificare la propria posizione debitoria, attraverso la richiesta di estinzione parziale anticipata alla pari, dietro il pagamento di una maggiorazione del tasso fisso, differenziata in base alla percentuale di mutuo estinguibile e alle scadenze dello stesso.

Il mutuatario può, sin dalla fase di attivazione del prestito, assicurarsi il diritto di estinzione anticipata di una quota prefissata del mutuo, pagando una maggiorazione sul tasso fisso che libera il debitore dal pagamento dell'indennizzo fissato dall'art.11, comma 1 del Decreto 7 gennaio 1998[47].

L'esercizio di tale diritto deve essere stabilito sin dal momento della concessione del mutuo: l'ente è tenuto ad individuare la quota massima estinguibile, scegliendo tra il 40%, il 60% e l'80%, a cui corrispondono le maggiorazioni stabilite dalla Cassa, differenziate in base alla durata del prestito.

A partire dalla data di inizio del piano di ammortamento, e in più soluzioni, il mutuatario può far richiesta di estinzione parziale alla pari, con scadenze biennali e con preavviso di almeno sei mesi. Il calcolo della quota estinguibile è fatto sul debito residuo al momento della richiesta.

Nell'analisi di convenienza economica e finanziaria, sarà necessario valutare la differenza tra il recupero degli oneri finanziari derivanti dall'esercizio del diritto di estinzione (con la riduzione del

capitale mutuato si riducono gli interessi passivi sul debito residuo), e la maggiorazione del tasso. Si dovrà prestare maggior impegno nella scelta sia della quota massima di estinzione, che del piano di ammortamento.

In definitiva l'ente oggi può contare su diverse soluzioni per finanziare le proprie spese di investimento.

Tabella 4. La struttura dei tassi offerti dalla Cassa depositi e prestiti

Tipologia di mutuo		**10 anni**	**Fino a 15 anni**	**Fino a 20 anni**
		5,10%	5,35%	5,50%
Tasso fisso per i mutui concessi agli enti locali aderenti a Patti territoriali e Contratti d'area		4,95%	5,20%	5,35%
Estinzione anticipata parziale alla pari		***Tassi maggiorati***		
Quota massima estinguibile	**40%**	5,23%	5,50%	5,66%
	60%	5,29%	5,57%	5,73%
	80%	5,35%	5,64%	5,81%
Tasso variabile (solo 10, 15 e 20 anni)		***Spread sul parametro di riferimento***		
Il parametro di riferimento è definito come media aritmetica del tasso Euribor a sei mesi rilevato ai sensi dell'art.2 del D.M.T. del 16 febbraio 1999[48]		0,00%	0,00%	0,00%

Fonte: Rilevazioni Cassa depositi e prestiti

In definitiva, la Cassa depositi e prestiti si pone sul mercato come un soggetto estremamente flessibile. Il suo ruolo sul mercato dei capitali è quello di *calmiere sui tassi*, essendo oramai terminato il periodo in cui agiva come monopolista.

3.3.3. Il sistema di retrocessione

Sulle somme concesse in finanziamento, ma non erogate in quanto la spesa sottostante non è ancora avvenuta, la Cassa depositi e prestiti riconosce un interesse attivo. Risale al 1938 la legge che introdusse il sistema della retrocessione. Il tasso di allora, rimasto in vigore fino ad oggi, risulta essere pari al 2%. Nell'intervallo di tempo 1982 – 1996, i comuni e le province avevano l'obbligo di chiudere in pareggio il proprio bilancio anche se il ripiano doveva avvenire ad opera dello Stato. Ciò ha comportato un dirottamento degli interessi retrocessi nelle casse del Ministero del Tesoro. Tali somme alimentavano il fondo degli investimenti gestito dal Ministero degli Interni. Con il venir meno del fondo, a partire dal 1997, il sistema di retrocessione ha ripreso il suo regolare funzionamento[49]; opera esclusivamente sui mutui ordinari e su quelli che godono di contributi regionali[50]. Ma nella sostanza, in cosa consiste la retrocessione ?

Con la retrocessione del 2% annuo sulle somme concesse ma non erogate si contribuisce a ridurre il costo della raccolta. Essa può essere, infatti, impropriamente considerata come una ulteriore risorsa di bilancio (minori oneri finanziari).

Nella valutazione complessiva del costo della raccolta di un mutuo con la Cassa depositi e prestiti, occorre pertanto sottolineare tale componente positiva. La quantificazione del vantaggio economico è possibile effettuarla solo a posteriori, ossia solo dopo aver definito i tempi di giacenza del capitale non utilizzato.

3.4. Le emissioni obbligazionarie degli enti territoriali italiani

Le obbligazioni degli enti territoriali sono state introdotte nel nostro ordinamento dall'art.32 della legge quadro di riforma delle autonomie locali (L.142/90) che inseriva, tra le competenze del consiglio comunale, anche la possibilità di deliberare l'emissione obbligazionaria. Successivamente, le obbligazioni degli enti territoriali sono state disciplinate dagli articoli 35 e 37 della L. 23 dicembre 1994, n. 724 (Legge Finanziaria per il 1995). Il regolamento attuativo è stato disposto per la prima volta con il decreto del Ministero del Tesoro del 29 gennaio 1996, n. 152 (oggetto di una circolare ABI). Il decreto è poi stato sostituito dal successivo decreto del Ministero del Tesoro 5 luglio 1996, n. 420 che riprendendo il contenuto del precedente ha apportato qualche modifica ed ha disciplinato le emissioni sui mercati esteri.

Le fonti normative di disciplina dei Boc, Bop e Bor
L. 8 giugno 1990 n.142 art.32, comma 2, lett. i (lett. sostituita dall'art.1, comma 89 della L.549/95)
L. 23 dicembre 1994 n.724, artt.35 e 37
Regolamenti attuativi: D.M.T. 29 gennaio 1996 n.152 sostituito dal D.M.T. 5 luglio 1996 n.420
D.lgs.1 aprile 1996 n.239; Circolare 360/E del 23 settembre '96, modificato dall'articolo 27 del Collegato Fiscale alla Finanziaria 2000 (L.342/00).
D.M.T. 8 agosto 1996 n.457

Questo nuovo strumento finanziario ha rappresentato una vera rivoluzione per gli amministratori locali.

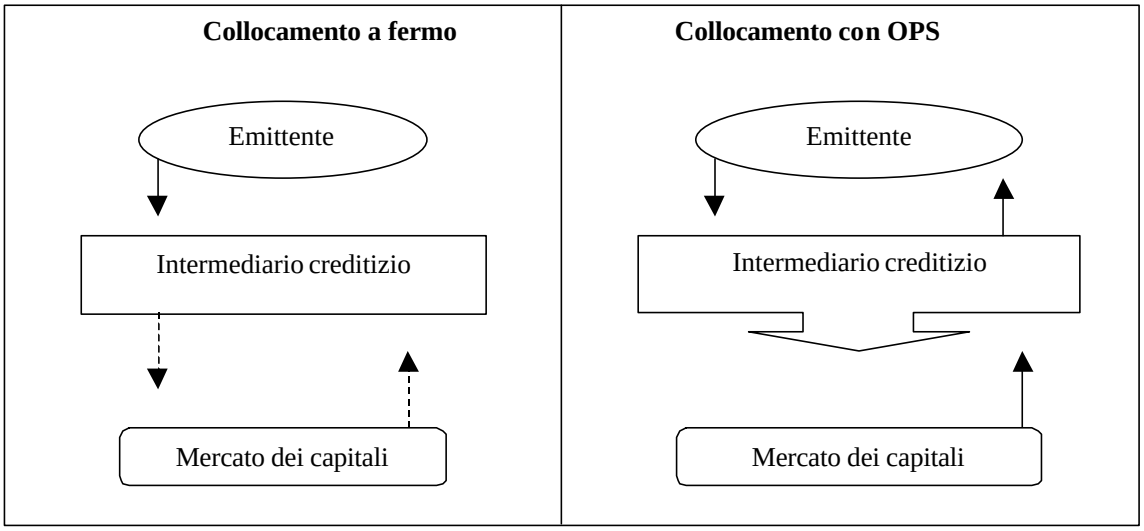
Nei primi anni di vita il mercato obbligazionario italiano ha dovuto però scontare una serie di limiti normativi sui quali ancora oggi si sta lavorando al fine di una loro attenuazione o eliminazione[51].

3.4.1. Le procedure di collocamento

È consentita l'emissione di un prestito obbligazionario esclusivamente per il finanziamento di spese di investimento. Il collocamento deve avvenire obbligatoriamente per il tramite di un intermediario finanziario.

Per quanto concerne i criteri di scelta dell'intermediario che si occuperà della gestione dell'operazione, si lasciano ampi margini di discrezionalità; l'ente è libero di invitare gli istituti che ritiene più idonei alla esecuzione dell'operazione (trattativa privata). Sulla base delle offerte provenienti dalle banche, l'amministrazione deciderà a chi affidare il servizio del debito. Esistono due differenti sistemi per collocare i titoli sul mercato:

1) collocamento a fermo, con il quale l'intermediario si impegna a sottoscrivere l'intero ammontare del prestito, garantendo l'esito positivo dell'operazione.
2) collocamento con Offerta Pubblica di Sottoscrizione, soggetta alla normativa della sollecitazione del pubblico risparmio, disciplinata da regolamenti Consob.



Con il primo sistema l'intermediario creditizio garantisce la sottoscrizione del prestito e, successivamente, si impegna a collocare i titoli presso altri investitori istituzionali. Di fatto l'intermediario trattiene i titoli presso il proprio portafoglio trasformando il prestito in un mutuo. Con l'Offerta Pubblica di Sottoscrizione i titoli vengono sottoscritti direttamente dal mercato dei risparmiatori; solo per le quote non eventualmente acquistate interviene l'intermediario.

3.4.2. I tempi di concessione

La rapidità di reperimento delle risorse attraverso questo canale, è funzione dei tempi di risposta delle banche invitate a presentare un'offerta, del sistema di collocamento prescelto e della tempistica richiesta dalla banca, a partire dalla data di esecutività della deliberazione dell'ente (generalmente non superiore a 30 giorni).

Mediamente si può affermare che un'emissione può richiedere un periodo di circa un mese se il collocamento è a fermo. I tempi si allungano nell'ipotesi di OPS, in quanto è necessario rispettare i giorni previsti per la approvazione del Prospetto Informativo da parte della Consob.

3.4.3. Il costo della raccolta

La definizione del costo effettivo di un prestito obbligazionario è legata ad una serie di elementi negativi e positivi.

Le componenti di costo di un'emissione obbligazionaria possono essere così sintetizzate:

- *Tasso fisso o variabile:* la scelta dei tassi dipende principalmente dalla situazione del mercato finanziario e dalla propensione al rischio dell'emittente. La normativa, in proposito, stabilisce che il rendimento delle obbligazioni non deve superare di un punto percentuale il rendimento di Titoli di Stato di pari durata emessi nel mese precedente. Ciò costituisce un limite alla libertà di scelta di un parametro che dovrebbe essere fornito dal mercato e non dalla legge. Il processo di

responsabilizzazione degli enti locali dovrebbe far superare le preoccupazioni che hanno spinto il legislatore a fissare il suddetto vincolo: evitare un mercato disomogeneo dei titoli, consentire un utilizzo improprio dello strumento finanziario.

- *Costi vari*: tra i costi che l'ente deve sostenere per effettuare un'emissione, vanno menzionati:
- le commissioni di collocamento, pari ad un importo non superiore allo 0,5% dell'ammontare del prestito. Anche in questo caso, il legislatore ha fissato un limite che non si coniuga con le regole fondamentali di un mercato concorrenziale. Il sistema bancario, a fronte delle numerose emissioni effettuate, ha dimostrato di poter scendere a livelli nettamente inferiori al limite massimo prestabilito.
- Contributo una tantum dello 0,1% del valore dell'emissione, da versare nelle casse dello Stato.
- Eventuali costi di certificazione di bilancio.
- Costi per la stampa e la pubblicità.
- Commissioni di gestione legate al pagamento periodico delle cedole.
- Costi per l'eventuale assegnazione del rating.
- Costi (obbligatori) di copertura del rischio cambio nell'ipotesi di emissioni in valuta; in merito, è necessario ricordare che per le emissioni in Euro, viene meno tale rischio ed il relativo costo.
- Costi di copertura del rischio tassi (swap) per garantire la conversione di tassi fissi in tassi variabili e viceversa.

L'incidenza del secondo gruppo di costi è relativamente bassa, rispetto al tasso di rendimento offerto dal titolo.

Accanto alle componenti negative, per la determinazione del costo della raccolta, va considerata una serie di componenti positive che riducono in modo sostanziale il costo complessivo:

- il recupero del 50% dell'imposta del 12,50% sull'ammontare complessivo degli interessi passivi del prestito obbligazionario. Per quanto concerne le modalità e i tempi di retrocessione dell'imposta, l'articolo 27 della L.342/00 stabilisce che alla fine di ogni anno, il Ministero del Tesoro provvederà a restituire la metà dell'imposta sostitutiva versata in un capitolo di bilancio dello Stato appositamente aperto.
- Un'ulteriore componente positiva è costituita dal rendimento delle giacenze. Sui capitali raccolti si riconosce un interesse attivo calcolato sulle somme mutuate non utilizzate; il prestito obbligazionario è esente dal vincolo di Tesoreria Unica. Inoltre, l'assenza di tale vincolo consente il reinvestimento delle somme, in operazioni a breve termine e a rischio quasi nullo (ad esempio pronti contro termine).

Il costo complessivo dello strumento obbligazionario, è determinato sulla base degli elementi su indicati. È importante sottolineare come le incertezze legislative e l'impossibilità di definire i tempi di giacenza da un lato, e le scelte strategiche dell'ente dall'altro, impediscono una quantificazione precisa dell'abbattimento dei costi.

3.4.4. I limiti dell'attuale legislazione

Il mercato delle obbligazioni è oramai aperto, ma la partenza non è stata semplice.

Cosa non ha funzionato ? Quali sono stati i motivi di un inizio poco entusiasmante ?

Il prodotto finanziario ha scontato, da un lato le incertezze legate alla novità dello strumento, ma dall'altro, il maggior freno è stato rappresentato dai limiti normativi riguardanti principalmente il sistema di ammortamento e alcune condizioni di natura tecnica:

- *Sistema di ammortamento:* l'attuale sistema (art.35, commi 6 e 7, L.724/94; art.1, comma 2, D.M.T. 420/96) prevede il rimborso graduale delle quote di capitale ed interessi, sin dalla prima rata in scadenza. Ciò, dal punto di vista dell'investitore, impedisce una comparazione finanziaria con le forme alternative di investimento, che prevedono il rimborso graduale degli interessi e la restituzione del capitale in un'unica soluzione, alla scadenza del titolo. Inoltre, con questo sistema, si obbliga l'ente emittente a restituire le prime quote di debito, ancor prima della realizzazione dell'investimento sottostante, creando non poche difficoltà per le finanze dell'emittente stesso. L'intenzione del legislatore era quella di tutelare le amministrazioni future dal peso dei debiti contratti precedentemente.

  È possibile ipotizzare, invece, una forma alternativa di rimborso che garantisca la restituzione del capitale in un'unica scadenza (rimborso di tipo bullet). È questa una soluzione che avvicina le ragioni sia del mutuatario, sia del sottoscrittore. Le cedole maturano periodicamente, le quote di capitale sono accantonate in un fondo gestito da un intermediario (il capitale di un'emissione obbligazionaria non è soggetto ai vincoli di Tesoreria Unica), alla scadenza del prestito si restituisce l'intero ammontare del capitale. Il vantaggio di questo metodo di ammortamento è rappresentato dalla maggiore flessibilità nella gestione delle politiche di spesa (razionalizzazione dei costi di indebitamento) e dalla più facile comparabilità finanziaria con altri strumenti di investimento[52].
- *Commissioni di collocamento*: l'articolo 12 del D.M.T.420/96 stabilisce una commissione non superiore allo 0,50% dell'ammontare sottoscritto per il servizio reso dall'intermediario.
- *Rendimento agganciato ai Titoli di Stato*: l'art.35, comma 6, L.724/94 e l'art.1, comma 5 del Regolamento attuativo, stabiliscono che il rendimento dei titoli obbligazionari non può superare di un punto percentuale il rendimento dei Titoli di Stato similari. In pratica si contravviene alla regola fondamentale della legge di domanda e offerta: spetta al mercato stabilire il prezzo.
- *Collocamento alla pari*: l'attuale disciplina prevede l'obbligo del collocamento alla pari (art.35, comma 6, L.724/94; art.1, comma 5, D.M.T.420/96). Il mercato richiede maggiore flessibilità per la collocazione dei prodotti finanziari; non ha alcun senso stabilire un vincolo al prezzo di emissione di un titolo. La possibilità di emettere prestiti non alla pari, consente agli emittenti di razionalizzare i costi di emissione e di adeguarsi alle esigenze dei mercati finanziari e dei potenziali investitori.

3.5. La comparazione economico – finanziaria

La fase finale di questa breve analisi dei principali strumenti di raccolta di capitale, è rappresentata dalla comparazione delle procedure, dei tempi, ma soprattutto, dei flussi in uscita e in entrata. Nello

schema che segue si riassumono i principali elementi oggetto di valutazione, già specificati nel corso di questa trattazione.

I sistemi messi a confronto

	Prestito obbligazionario	**Cassa Depositi e Prestiti**	**Sistema Creditizio**
Procedura	✓ Collocamento a fermo ✓ Offerta Pubblica di Sottoscrizione	✓ Standard	✓ Contatti informali preliminari ✓ Stipula in forma pubblica
Tempi	✓ Anche meno di un mese nel caso di collocamento a fermo ✓ Non meno di due mesi per l'OPS	✓ Il Consiglio di Amministrazione della Cdp si riunisce una volta al mese per deliberare la concessione dei mutui	✓ Rapidità di presentazione e valutazione della documentazione ✓ In media un mese dalla data di deliberazione
Durata	✓ Minimo: 5 anni ✓ Massimo: in funzione dei mercati finanziari	✓ 10 anni, fino a 15 e a 20 anni per i mutui a tasso fisso ✓ 10, 15 e 20 anni per i mutui a tasso variabile	✓ 10 anni ✓ Fino a 15 anni ✓ Oltre 15 anni
Tassi di interesse	✓ Tasso fisso ✓ Tasso variabile	✓ Tasso fisso differenziato per scadenze ✓ Tasso fisso scontato per gli enti rientranti in Patti Territoriali e Contratti d'area ✓ Tasso variabile ✓ Tasso per i mutui con diritto di estinzione anticipata alla pari	✓ Tasso fisso ✓ Tasso variabile
Parametri di riferimento	✓ Rendibot ✓ Euribor – Libor (con uno spread non superiore all'1%)	✓ Rilevamenti Euribor a sei mesi	✓ Interest Rate Swap per i mutui a tasso fisso ✓ Euribor a sei mesi per i mutui a tasso variabile
Retrocessione e componenti positive	✓ Recupero del 50% della ritenuta d'imposta del 12,50% ✓ Rendimento delle giacenze	✓ 2% del capitale concesso ma non erogato	✓ Tassi attivi sulle somme non erogate
Garanzie	✓ Delegazione di pagamento	✓ Delegazione di pagamento e/o contributi statali e regionali	✓ Delegazione di pagamento e/o contributi statali e regionali

Per quanto concerne la *procedura* ed i *tempi* di esecuzione del contratto, i tre prodotti seguono strade distinte. I tempi sono legati spesso ai rapporti che legano l'ente richiedente ed il mutuante, ad eccezione della Cassa depositi e prestiti, la quale segue indistintamente sempre la medesima procedura. Nel caso di prestiti obbligazionari, l'utilizzo dell'Offerta Pubblica di Sottoscrizione richiede tempi più lunghi; ciò, molto probabilmente, rappresenta uno dei motivi per cui ad oggi ci sono state solo tre emissioni con questo sistema di collocamento. Su un totale di 398 emissioni fatte dal '96 al magio '01, Roma con una

Offerta Pubblica di 100 miliardi, Rivoli (TO) con un'emissione di 5,6 miliardi e Busto Arsizio (VA) con un'operazione di 0,7 miliardi, rappresentano i tre comuni che hanno scelto la strada più lunga che, però, sicuramente rispetta a pieno la filosofia del prodotto obbligazionario: maggiore partecipazione e coinvolgimento del cittadino alla crescita economia e allo sviluppo del territorio.

Sulla durata oramai non ci sono più enormi differenze; questo, da quando la Cassa depositi e prestiti è passata dal mono-prodotto dei mutui a tasso fisso con durata ventennale ai mutui con tassi fissi differenziati per scadenza, tassi variabili e tassi per l'esercizio del diritto di estinzione anticipata alla pari. L'unica vera differenza è rappresentata dal vincolo della Cdp la quale non eroga finanziamenti per un periodo superiore ai venti anni.

Il dibattito si può sempre aprire sulla misura dei *tassi di interesse*; a differenza della rigidità del passato, la Cassa oggi è in grado di seguire le tendenze del mercato, adeguandovisi molto rapidamente; il sistema bancario ha legato il costo dell'indebitamento a parametri come l'Euribor e l'Interest Rate Swap; i prestiti obbligazionari, pur restando il limite del rendimento agganciato al rendimento dei Titoli di Stato similari, costituiscono il prodotto più flessibile, poiché l'ente riesce a trattare con il sistema bancario per spuntare le migliori condizioni. In quest'ottica le stesse banche entrano in competizione tra di loro per accaparrarsi una nuova fetta di mercato, rappresentata dalla Pubblica Amministrazione.

Sulla scelta del tasso l'orientamento sul fisso oppure sul variabile (e ciò vale per tutti gli strumenti), dipende essenzialmente dalle condizioni del mercato finanziario, dalla propensione al rischio dell'ente, dalla capacità di previsione (almeno nel breve periodo) dell'andamento futuro dei tassi e da valutazioni tecnico-politiche.

In merito ai flussi, la comparazione andrà fatta sulle uscite e sulle entrate attualizzate di ogni singolo prodotto. In breve, si procederà a definire il cosiddetto TIR (Tasso Interno di Rendimento[53]), ovvero il costo effettivo della raccolta è dato dal tasso che rende nulla la differenza tra il valore attuale dei flussi in uscita e il valore attuale dei flussi in entrata[54].

Da un punto di vista operativo, l'analisi dei vantaggi e degli svantaggi dei differenti strumenti finanziari è basata su alcune ipotesi che rendono comparabili e sufficientemente reali i risultati.

La scelta se assumere un mutuo con il sistema bancario o con la Cassa depositi e prestiti o di emettere un prestito obbligazionario, è vincolata in parte dai riferimenti normativi, ma dipende soprattutto dalle condizioni che si riescono a spuntare con i soggetti che partecipano alle operazioni di finanziamento (banche e intermediari finanziari).

Mentre per la Cassa depositi e prestiti la normativa fissa le componenti negative di un mutuo (tassi) e le componenti positive (retrocessione del 2% annuo calcolato sulle somme concesse ma non erogate), il costo effettivo del sistema di reperimento delle risorse attraverso gli istituti di credito e le emissioni obbligazionarie, è soggetto ad elementi che non possono essere stabiliti a priori. I tassi, ad esempio, sono arbitrariamente fissati dal sistema bancario per i mutui (nel rispetto del tetto massimo stabilito per legge), e dalle condizioni generali del mercato finanziario, nonché dalle condizioni stabilite dall'ente emittente e dall'intermediario per le emissioni obbligazionarie (anche in questo caso, nel rispetto dei vincoli

legislativi sui rendimenti delle obbligazioni). Pur essendoci altri costi, questi non incidono in modo determinante sulla valutazione complessiva della convenienza economico-finanziaria.

4. Il mercato dei capitali raccolti dagli enti territoriali italiani

L'evoluzione del sistema di finanza pubblica si può misurare attraverso l'analisi del mercato dei capitali. È possibile, infatti, confrontare il principale canale di raccolta rappresentato dalla Cassa depositi e prestiti con le emissioni obbligazionarie. Dalle tabelle che seguono emerge la crescita continua del ricorso degli enti territoriali italiani al mercato obbligazionario: dal '96 ad oggi[55], comuni, province e regioni hanno effettuato 398 emissioni per un valore di 17.480 miliardi di lire.

Tabella 5. Il volume delle emissioni obbligazionarie degli enti territoriali italiani

	BOC		**BOP**		**BOR**	
	N. emissioni	Valore dei Boc	N. emissioni	Valore dei Bop	N. emissioni	Valore dei Bor
Giungo '98 Maggio '99	90	1.351.903.460.999	23	311.050.314.510	3	1.341.835.110.000
Maggio '99 Maggio '00	72	958.049.172.852	9	91.347.694.420	10	4.414.962.896.265
Maggio '00 Maggio '01	110	1.067.247.473.335	10	85.478.318.390	5	3.969.138.785.083

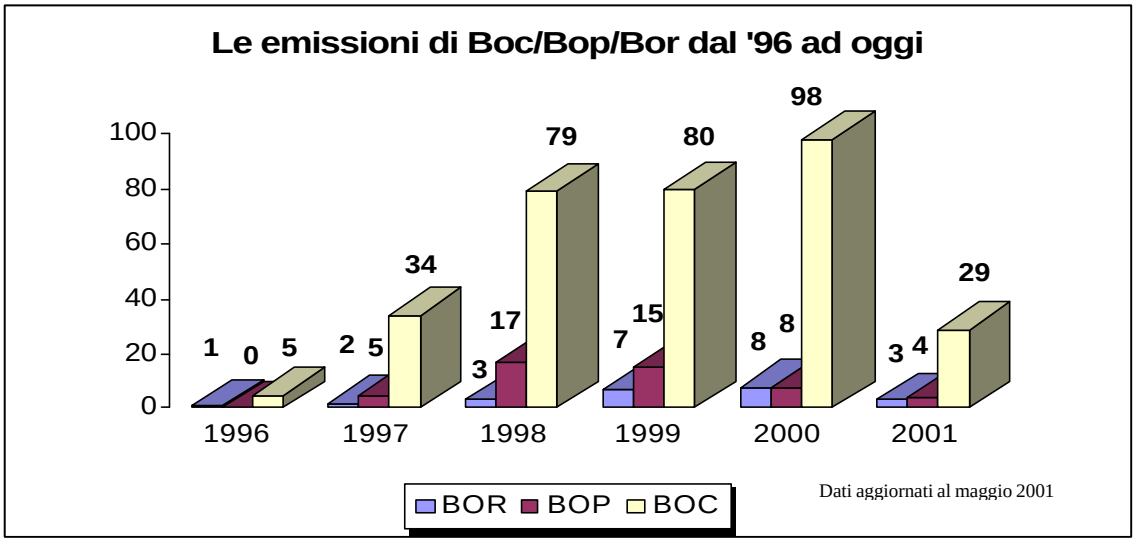
Fonte: Elaborazioni CeRST - Liuc su dati Luxor Fi-Data

Il mercato finanziario si è arricchito di oltre mille miliardi di nuove emissioni comunali. A queste si aggiungono 85 miliardi raccolti dalle province (si rileva un calo rispetto agli anni precedenti) e quasi 4 mila miliardi dalle regioni. Complessivamente, rispetto al maggio del 2000, sono in circolazione 5.121 miliardi di nuovi titoli obbligazionari. Analizzando l'andamento per singoli anni, si sottolinea la crescita del numero delle emissioni dei Boc, 98 del 2000, rispetto alle 80 del '99. Calano i Bop; si mantiene pressoché stabile il numero di emissioni di Bor.

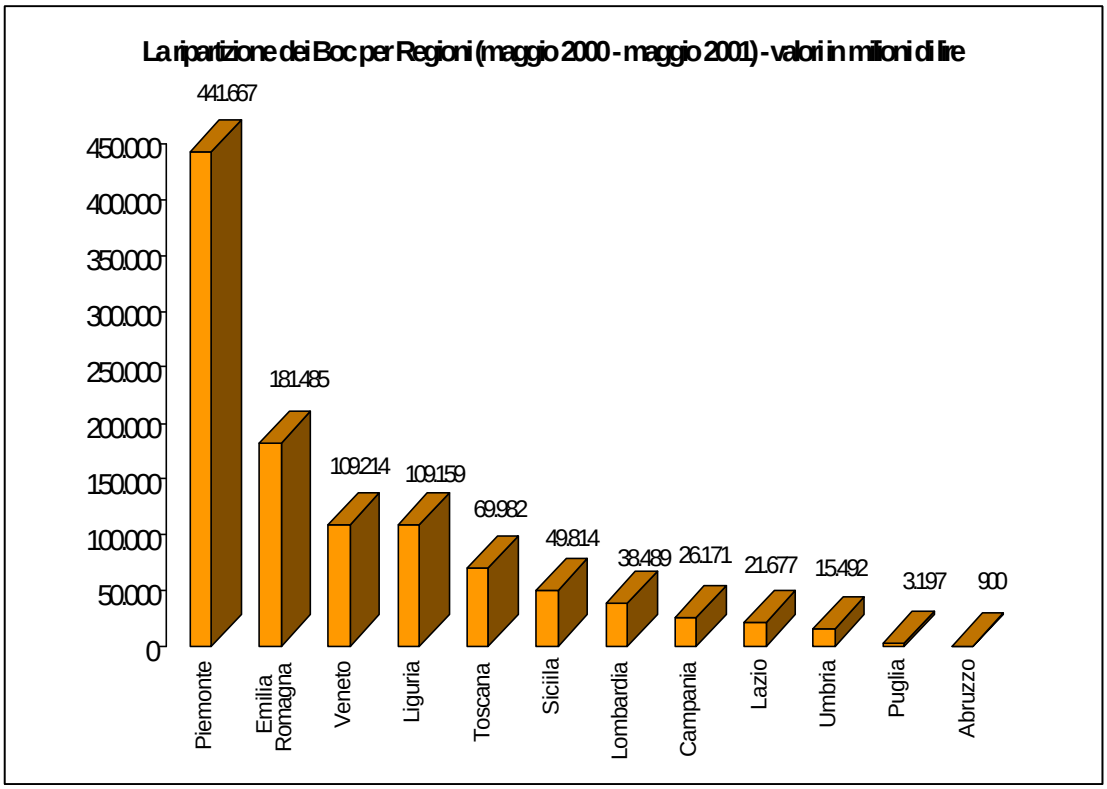
Tabella 6. Il numero delle emissioni di Boc/Bop/Bor

	1996	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**Totali**
BOR	1	2	3	7	8	3	24
BOP	0	5	17	15	8	4	49
BOC	5	34	79	80	98	29	325
Totali	6	41	99	102	114	36	**398**

Fonte: Elaborazione CeRST su Dati Luxor – Il Sole 24 Ore



Il volume maggiore di Boc proviene dal Piemonte, seguito da Emilia Romagna e Veneto: si superano i 700 miliardi. Tra gli importi di maggior impatto ritroviamo il comune di Torino, il quale ha strutturato un'operazione in tre tranche: 100 miliardi a settembre, 92 miliardi a ottobre, 236 miliardi a dicembre. Il tutto rientra in una maxi operazione da 430 miliardi destinata ad interventi in Edilizia scolastica e manutenzioni straordinarie[56].



Dall'analisi storica delle emissioni dei Boc si evidenziano due fenomeni: cresce il numero delle emissioni, 110 rispetto alle 72 emissioni rilevate nel periodo maggio '99 – maggio 2000; non cambia di molto, invece, il valore dei titoli emessi, infatti rispetto ai 1.067 miliardi, nel periodo precedente erano stati collocati titoli per un ammontare di 958 miliardi.

Delle 110 emissioni realizzate dai comuni solo otto enti hanno utilizzato il tasso fisso; il resto ha ancorato il costo dell'operazione all'Euribor. Il mercato finanziario riconosce un maggior credito alle obbligazioni comunali; la valutazione scaturisce da un'analisi degli spread applicati dal sistema bancario al parametro di indicizzazione. Il minor impatto sul debito lo rileva il comune di Carpi (Modena) che ha ottenuto una maggiorazione sull'Euribor a sei mesi di soli 0,0649 punti percentuali. Il comune maggiormente penalizzato è, invece, Velo D'Astico (Vicenza) con lo 0,353.

Analizzando le condizioni della Cassa depositi e prestiti, si ricorda, come già scritto nelle pagine precedenti, che a partire dal 28 febbraio del 2001, sui mutui indicizzati l'Istituto non riconosce nessun costo aggiuntivo rispetto all'Euribor a sei mesi. Ciò non significa che le emissioni di Boc sono penalizzate, ma evidenzia l'alternatività di cui oggi gli enti locali possono beneficiare. La convenienza economico-finanziaria, infatti, si valuta tenendo conto soprattutto del sistema di retrocessione dell'imposta sostitutiva del 12,50%, di cui il 50% viene restituito agli enti emittenti (art.27, L.342/2000). Di conseguenza, il costo effettivo di un'operazione di indebitamento è misurato dal rendimento al netto del recupero fiscale.

Per quanto concerne le emissioni di Bop degli ultimi 12 mesi, ci sono state 10 emissioni, a fronte delle 9 del periodo precedente; in termini di controvalore si rilevano circa 85 miliardi rispetto ai 91 scorsi. Il periodo più florido per le province resta quello del giugno '98 – maggio '99, in cui ci sono state 23 emissioni per un ammontare complessivo di 311 miliardi di lire.

Infine, il dato dei Bor. Nel corso di quest'ultimo anno, oltre alla Sicilia, con una emissione di circa 1.100 miliardi, hanno fatto ricorso ai Bor l'Umbria (con due emissioni di 1.324 miliardi e 321 miliardi), il Friuli Venezia Giulia e la Valle D'Aosta.

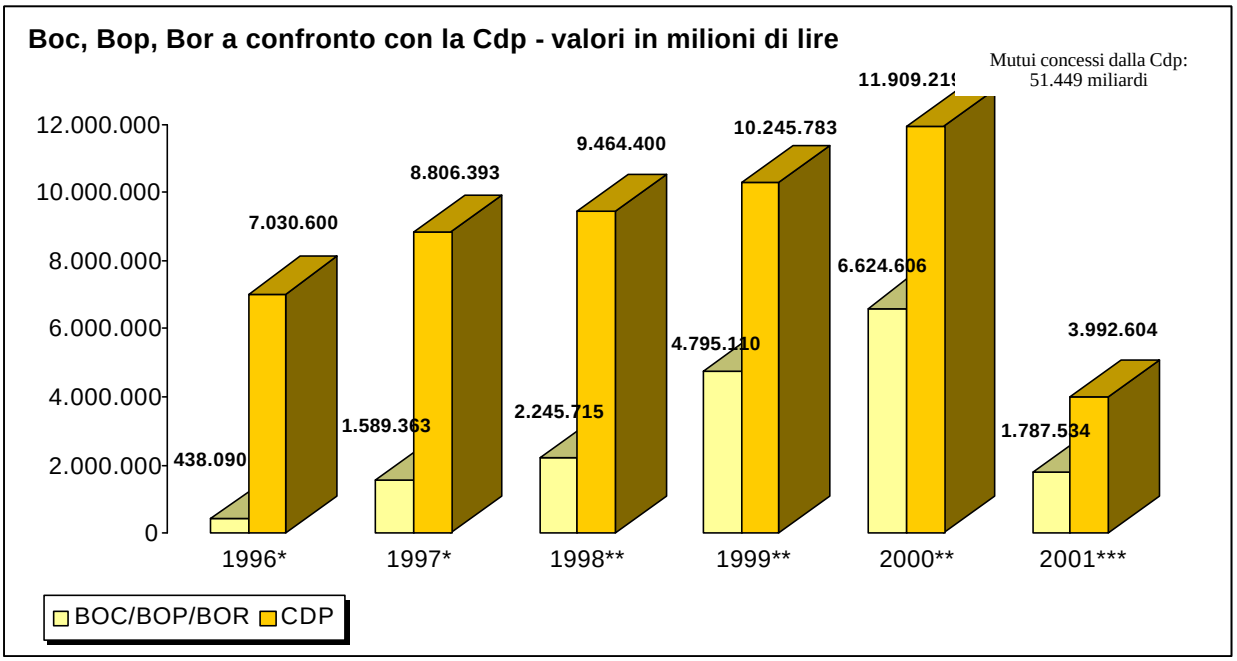
Il mercato delle obbligazioni ha oramai raggiunto livelli elevati; 17.480 miliardi di titoli obbligazionari italiani circolano sul mercato finanziario, un terzo del volume di mutui concessi dalla Cassa depositi e prestiti (51.449 miliardi dal '96 al giugno 2001).

Rispetto al ricorso alla Cdp, esistono ancora marcate differenze, ma analizzando i "*numeri*", non si può certo dire che le emissioni obbligazionarie sono uno strumento poco diffuso.

Tabella 7. Cdp e Boc, Bop, Bor a confronto

	BOC/BOP/BOR	CDP
1996	438.090.000.000	7.030.600.000.000*
1997	1.589.363.600.000	8.806.393.000.000*
1998	2.245.715.000.000	9.464.400.000.000**
1999	4.795.110.085.919	10.245.783.626.065**
2000	6.624.606.169.072	11.909.219.992.453**
2001	1.787.534.345.380 (maggio)	3.992.605.573.359 (14 giugno)**
TOTALE	**17.480.419.200.371**	**51.449.002.191.877**

Fonte: Elaborazioni CeRST - Liuc su dati Luxor e Cassa depositi e prestiti
* Mutui concessi agli enti locali (comuni, province, comunità montane) nel ’96, ‘97;
** Mutui concessi a regioni ed enti locali nel ’98, ’99, ‘00;



Fonte: Elaborazioni CeRST - Liuc su dati Luxor e Cassa depositi e prestiti
* Mutui concessi agli enti locali (comuni, province, comunità montane) nel ’96, ‘97;
** Mutui concessi a regioni ed enti locali nel ’98, ’99, ‘00;
*** Titoli emessi fino al maggio 2001; Mutui Cdp concessi fino al 14 giugno 2001.

Riferimenti bibliografici

AA.VV., Relazioni difficoltose: progetti pubblici e risorse private, Il Mulino, Bologna 1998

AA.VV., Il Project Financing e il finanziamento delle opere pubbliche, (Dip. Mezzogiorno, Presidenza del Consiglio), Roma 1995

AA.VV., Il rilancio degli investimenti pubblici attraverso l'utilizzo dei capitali privati. Il Project Financing, Franco Angeli, Milano 1998

AA.VV., Finanziare lo sviluppo locale, Il Mulino, Bologna 1998

AA.VV., Economia delle aziende e delle amministrazioni pubbliche, Guerini e Associati, Milano 1998

AA.VV., Il Governo locale oggi, Manuale per il Sindaco ed i Consiglieri, Ed. C.E.L., 1999

AA.VV., Federalismo fiscale, Proposta per un modello italiano, Ed. Franco Angeli, 1996

Arcidiacono S. e Bruno F., Enti locali: Gli investimenti e le procedure di finanziamento, La Nuova Italia, Roma, 1984

Arcidiacono S. e Bruno F., 20 Anni di finanza locale, IX Convegno, Rimini, 1986

Arcidiacono S., I bilanci e la gestione del comune nel nuovo ordinamento contabile, Maggioli, Rimini 1995

Bellesia M., Manuale di contabilità per gli enti locali, CEL, Bergamo 1997

Bellesia M., Enti locali. Analisi di bilancio, Ipsoa, Milano 1998

Bernardi L. (a cura di), La finanza pubblica italiana (rapporto 1999), Il Mulino, Bologna 1999

Bisio L., Mastrogiuseppe P., Il nuovo ordinamento finanziario e contabile degli enti locali, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1996

Boccia F., I Buoni Obbligazionari Comunali, Ed. Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1996

Boccia F., Leonardi R. (a cura di), L'evoluzione della pubblica amministrazione italiana: strumenti di gestione manageriale efficace, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1997

Boccia F., Nigro M., La finanza innovativa, Boc, Bop, Bor, swap e mutui: costi e opportunità per non sbagliare investimento, Ed. Il Sole 24 Ore Libri, Milano 2000

Boeri T., Cohen R. (a cura di), Analisi dei progetti di investimento, EGEA, Milano 1998

Comune di Roma, Commissione sul debito (presideuta dal Prof. R. Artoni, e composta dalla prof.ssa V. Termini e dal prof. A. Di Majo), L'emissione di titoli obbligazionari delgi enti locali, Roma 1995

Falini A., Introduzione alla lettura del bilancio del comune, Guerini e Associati, Milano 1996

Falini A., La strategia economico-finanziaria degli enti locali, Guerini e Associati, Milano 2000

Farneti G., Gestione e contabilità dell'ente locale, Maggioli, Rimini 1996

Farneti G., Il bilancio dell'ente locale, Giappichelli, Torino 1993

Farneti G., Bilancio e gestione dell'ente locale, EBD, Milano 1995

Farneti G., Mazzara L., Savioli G., Il sistema degli indicatori negli enti locali, Giappichelli, Torino 1996

Fraschini A., La finanza comunale in Italia. Uno schema interpretativo, Franco Angeli, Milano 1995

Galullo R., "Federalismo minimo - Come affrancarsi dallo Stato senza attendere le grandi riforme", Collana Le Sfide, Sole 24 Ore libri - Milano 2000

Giarda P., Regioni e federalismo fiscale, Il Mulino, Bologna, 1995

Levis M. e Pecetto M., I contratti Swap, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1996

Monorchio A., La finanza pubblica italiana dopo la svolta del 1992, Ed. Il Mulino, 1996

Moriconi F., Matematica finanziaria, Il Mulino, Bologna 1994

Pignatti O. (a cura di), Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli enti locali, Ed. Maggioli, 2001

Rebora G., La valutazione dei risultati nelle amministrazioni pubbliche, Guerini e Associati, Milano 1999

Relazione generale sulla situazione economica del paese per il 1999

Relazione economica 1999 (Banca d'Italia)

Renzi P.V. e Robotti L., L'Autonomia impositiva locale tra decentramento e federalismo, in La Finanza locale, n.10, 1995

Ruffini R. (a cura di), Una democrazia senza risorse. Strategie di sviluppo nei piccoli comuni, Ed. Guerini, 2000

Sobbrio G., La finanza delle Regioni e degli Enti locali, Cacucci, Bari, 1983

Tramontana A., La potestà impositiva dei Comuni e delle Province, Rimini, 1985

Note

[1] Secondo il *Principio di Sussidiarietà*, fissato anche in sede comunitaria, gli enti di livello inferiore hanno il compito di provvedere al soddisfacimento dei bisogni della collettività. Laddove non si riesce ad intervenire, intervengono i livelli superiori (dalla Regione all'Unione Europea).

[2] Con la Legge Finanziaria del 1999, è stato stabilito il contributo degli enti locali per ridurre il peso del debito della Pubblica Amministrazione. Le successive Leggi Finanziarie, 2000 e 2001, hanno confermato la necessità di contribuzione degli enti territoriali nel processo di risanamento del debito pubblico.

[3] P. Leonardi, *Il Patto di stabilità interno ed il piano di contenimento dell'indebitamento; le principali conseguenze sulle politiche finanziarie degli enti locali (Cap. IV),* tratto dal Testo "Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli enti locali", a cura di O. Pignatti, Ed. Maggioli, 2001.

[4] In questo elenco si indicano le principali fonti normative che disciplinano il Patto di Stabilità Interno:
- Articolo 28 della Legge 448/1998 (Finanziaria 1999)
- Direttiva del 18 febbraio 1999
- Circolare del Ministero del Tesoro del 12 marzo 1999, n.11
- Circolare del Ministero del Tesoro del 26 marzo 1999, n.1/99
- Circolare del Ministero dell'Interno del 27 aprile 1999, FL n.18/99
- Circolare del Ministero del Tesoro del 13 ottobre 1999, n.2
- Articolo 30 della Legge 488/1999 (Finanziaria 2000)
- Circolare del Ministero del Tesoro del 17 febbraio 2000, n.3
- Circolare del Ministero del Tesoro del 4 febbraio 2000, n.4
- DMT 1 agosto 2000 (GU del 31 agosto 2001)
- Articolo 53 della Legge 388/2000 (Finanziaria 2001).

[5] Per una trattazione completa si rinvia a: F. Boccia e M. Nigro, *La finanza innovativa, Boc, Bop, Bor, swap e mutui: costi e opportunità per non sbagliare investimento,* Ed. Il Sole 24 Ore, 2000.

[6] Per una trattazione più approfondita del funzionamento della Cassa depositi e prestiti, si rinvia al testo a cura di O. Pignatti, op. cit., Capitolo II di M. Nigro, *L'evoluzione della Cassa depositi e prestiti: modalità e nuovi strumenti finanziari,* Ed. Maggioli, 2001.

[7] Si vedano il Decreto Ministero del Tesoro del 7 gennaio 1998; il Decreto legislativo del 30 luglio 1999, n.284 (pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del 17 agosto 1999, n. 192); la Circolare 1232 (pubblicata sul Supplemento ordinario n.93 della Gazzetta Ufficiale n.109 del 12 maggio 1999); i Decreti del Ministero del Tesoro del 16 febbraio 2000 e 2001 sui tassi e sulle procedure.

[8] Legge istitutiva del 23 dicembre 1994 n. 724; Regolamento attuativo D.M.T. del 5 luglio 1996 n. 420.

[9] A. Falini, *Introduzione alla lettura del bilancio del Comune,* Ed. Guerini, 1996.

[10] A. Falini, *La strategia economico – finanziaria degli enti locali,* Ed. Guerini, 2000.

[11] L'articolo 182 della D.lgs.18 agosto 2000, n.267 (Testo Unico degli enti locali) disciplina le "Fasi della Spesa"; la prima di queste è l'impegno, normato dall'articolo 183: *L'impegno costituisce la prima fase del procedimento di spesa, con la quale, a seguito di obbligazione giuridicamente perfezionata (nel caso delle Regioni l'assunzione dell'impegno è subordinato al fatto che l'obbligazione venga a scadenza e non semplicemente che si perfezioni; art.18 D.lgs.76/2000 – Principi fondamentali e norme di coordinamento in materia di bilancio e di contabilità delle regioni, in attuazione dell'articolo 1, comma 4, della legge 25 giugno 1999, n.208) è determinata la somma da pagare, determinato il soggetto creditore, indicata la ragione e viene costituito il vincolo sulle previsioni di bilancio, nell'ambito della disponibilità finanziaria accertata.*

[12] L'articolo 178 del D.lgs.18 agosto 2000, n.267 disciplina le "Fasi dell'Entrata"; la prima di queste è l'accertamento, normato dall'articolo 179: *L'accertamento costituisce la prima fase di gestione dell'entrata mediante la quale sulla base di idonea documentazione, viene verificata la ragione del credito e la sussistenza di un idoneo titolo giuridico, individuato il debitore, quantificata la somma da incassare, nonché fissata la relativa scadenza.*

[13] L'articolo 149, comma 2 del Testo Unico sancisce: *ai comuni e alle province la legge riconosce, nell'ambito della finanza pubblica, autonomia finanziaria fondata su certezza di risorse proprie e trasferite.*

[14] L'art.119 primo comma della Costituzione recita: *Le Regioni hanno autonomia finanziaria nelle forme e nei limiti stabiliti da leggi della Repubblica , che la coordinano con la finanza dello Stato , delle Province e dei Comuni.*

[15] In base al criterio della spesa storica, gli enti programmavano le proprie spese imputando sul bilancio di previsione un ammontare di spese almeno pari a quelle previste negli anni passati.

In riferimento alle Regioni, l'articolo 4 comma 8 del D.lgs.76/2000 prevede: *Gli stanziamenti di spesa di competenza sono determinati esclusivamente in relazione alle esigenze funzionali ed agli obiettivi concretamente perseguibili nel periodo cui si riferisce il bilancio, restando esclusa ogni quantificazione basata sul criterio della spesa storica incrementale.*

[16] Mauro Bellesia, *Enti locali – Analisi di bilancio,* Ed. IPSOA, 1998.

[17] L'introduzione del Piano Esecutivo di Gestione rappresenta lo strumento più immediato ed idoneo per garantire l'efficienza, l'efficacia e l'economicità della gestione delle risorse pubbliche.

[18] Piero Giarda, in *Regioni e federalismo fiscale,* Ed. Il Mulino, 1995.

[19] Art.199 del Testo Unico.

[20] Artt.202, 203, 204, 205 del Testo Unico.

[21] Art.194 del Testo Unico.

[22] Art.203, comma 2 del Testo Unico.

[23] Rispetto all'attuale disciplina dei mutui con il sistema creditizio si parla anche di mutui *fino a dieci anni* lasciando intendere che si possano assumere debiti anche per durate inferiori. Resta però il vincolo del Testo Unico che espressamente vieta tale soluzione, almeno per le operazioni di mutuo.

[24] E' necessario sottolineare che l'analisi del limite di indebitamento non avviene in modo statico, ma considera le variazioni nel corso degli anni, legandosi inevitabilmente a fattori che non sono sotto il controllo dell'ente locale, ma dipendono da:

decisioni di altri soggetti pubblici (ad esempio, lo Stato nel caso dei trasferimenti);

andamento dell'economia e riflessi sui mercati finanziari (tassi di interessi applicati su debiti contratti attraverso il sistema bancario, la Cassa depositi e prestiti, le emissioni obbligazionarie).

[25] A. Falini, *La strategia economico – finanziaria degli enti locali,* Ed. Guerini, 2000, Cap.3, pag. 69.

[26] R. Ruffini (a cura di), *Una democrazia senza risorse. Strategie di sviluppo nei piccoli comuni,* Ed. Guerini, 2000.

[27] Con l'avvicinarsi della scadenza del mutuo gli oneri passivi si riducono.

[28] Attraverso il sistema bancario possono essere finanziati anche Debiti fuori bilanci (sentenze passate in giudicato, copertura di disavanzi di aziende speciali, istituzioni e consorzi appartenenti ad enti locali, procedure espropriative, ricapitalizzazione nelle forme previste dal codice civile delle S.p.A. costituite per l'esercizio di servizi pubblici locali, ecc.) – Art.202, comma 1 del Testo Unico.

[29] Il Decreto Legislativo del 2 marzo 1989, n.66 è stato convertito in Legge 24 aprile 1989, n.144

[30] Il D.lgs.157 è stato modificato dal D.lgs.65 del 25 febbraio 2000.

[31] Articolo 204, comma 2 del D.lgs.267/2000.

[32] Per una trattazione più approfondita si rinvia al testo a cura di O. Pignatti, op. cit., Capitolo III di N. Bertinotti, *La contrazione di mutui con gli istituti di credito ordinari,* Ed. Maggioli, 2001.

[33] Decreto pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n.111 del 14 maggio 1999, inerente la determinazione del costo globale annuo massimo per le operazioni di mutuo effettuate dagli enti locali, ai sensi del decreto legge 2 marzo 1989, convertito dalla L.144/1989.

[34] L'articolo 31, comma 34 della L.23 dicembre 1998, n.448, stabilisce che *le somme rivenienti dai mutui concessi dalle banche agli enti locali, per i quali operi il regime di esenzione del versamento in Tesoreria Unica, devono, all'atto della loro erogazione, essere depositate presso l'ente gestore della Tesoreria dell'ente mutuatario. Per i mutui stipulati prima dell'entrata in vigore della presente legge, è consentito il mantenimento del deposito delle somme maturate presso l'istituto mutuante.*

[35] Per una trattazione più approfondita si rinvia al testo a cura di O. Pignatti, op. cit., Capitolo X di G. Barberis, *La gestione della liquidità,* Ed. Maggioli, 2001.

[36] Articolo 2 del decreto in esame; i tassi Swap sono riportati alla pagina TTST1 del circuito REUTERS.

[37] Articolo 3 del decreto in esame; i tassi sono riportati alla pagina EURIBOR 01 del circuito REUTERS e alla pagina 248 del circuito Telerate.

[38] In base all'articolo 48, comma 3 della Finanziaria 2000 (L.488/1999), modificato dall'art.102, comma 3 della Finanziaria 2001 (L.388/2000), il tesoriere deve riconoscere un tasso non inferiore al tasso unico di riferimento: *Fatti comunque salvi accordi tra le parti conformi alle condizioni economiche normalmente definite sul mercato, a decorrere dal 1º gennaio 2000, su tutte le somme di pertinenza dello Stato o di altri enti pubblici, affidate in gestione o depositate a qualsiasi titolo presso un istituto di credito, deve essere corrisposto un interesse pari al tasso ufficiale di riferimento pubblicato dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 2 del decreto legislativo 24 giugno 1998, n. 213.*

Nel momento in cui si scrive la misura del Tasso definito dalla Banca Centrale Europea è del 3,75%.

[39] Eduardo Racca, *Il parere del Ministero del Tesoro sugli investimenti in pronti contro termine,* Azienda Italia – Finanza e Tributi, n.4 del 1998.

[40] F. De Prophetis, Unione Provinciale Enti Locali (UPEL), *Incontro studio sull'accesso ai mutui della Cassa depositi e prestiti,* 1 giugno 2000.

[41] Profilo dell'Istituto, sito della Cassa depositi e prestiti, http://www.cassaddpp.it.

[42] M. Nigro, *Dai mercati finanziari al territorio per portare ossigeno allo sviluppo,* Guida agli enti locali dell'11 settembre 1999, n.35.

[43] In base alla Circolare 1227 del febbraio '98, "Amministrazioni statali, enti pubblici (Ipab, Asl, CRI, Università, CCIAA, Unioncamere, Apt, ecc.), regioni, province, comuni, unioni di comuni, comunità montane, consorzi di bonifica, irrigazione o miglioramento fondiario, consorzi tra enti locali o altri enti pubblici, aziende speciali e società per azioni o a responsabilità limitata a prevalente capitale pubblico che gestiscono servizi pubblici" sono i soggetti che, in attuazione di quanto disposto dalla Finanziaria 1998 nell'art.49, comma 10 (L.27 dicembre 1997 n. 449), possono accedere alle risorse della Cassa depositi e prestiti. Inoltre è possibile autorizzare la Cassa, con Leggi speciali, a concedere finanziamenti ad altri soggetti, ma solo per particolari finalità.

[44] Nel momento in cui si scrive il Tasso Ufficiale di Sconto è pari al 3,75%.

[45] Nuovo tasso interbancario introdotto con Decreto del Ministro del Tesoro del 23 dicembre 1998, il quale stabilisce che a partire dal 30 dicembre 1998 il Ribor è sostituito dall'Euribor, rilevato giornalmente alle ore 11,00 dal Comitato di gestione dell'Euribor, secondo il criterio di calcolo giorni effettivi / 360 e diffuso sui principali circuiti telematici.

[46] M. Nigro, *Non pesa più sul costo del denaro la durata dell'indebitamento,* Guida agli Enti Locali, n.31 dell'11 agosto 2001.

[47] L'estinzione anticipata comporta il pagamento del debito residuo maggiorato di una penale pari alla differenza tra il valore attuale delle rate di ammortamento residue, calcolato con il tasso di sconto pari al tasso nominale vigente per i mutui ordinari, e il residuo del debito stesso (art.11 del D.M.T. 7 gennaio 1998).

M. Nigro, *Strumenti finanziari a tutto campo per rilanciare lo sviluppo locale,* Guida agli Enti locali n.9 del 6 marzo 1999.

[48] Definizione del tasso variabile semestrale per i mutui concessi a partire dal 18 febbraio '99 fino al 16 febbraio 2001.

Mutui concessi dal 18 febbraio 1999 al 16 settembre 1999			
	10 anni	15 anni	20 anni
Spread	0,45%	0,50%	0,55%
Tasso annuo	5,008%	5,058%	5,108%
Mutui concessi dal 17 settembre 1999 al 29 dicembre 1999			
	10 anni	15 anni	20 anni
Spread	0,30%	0,35%	0,40%
Tasso annuo	4,858%	4,908%	4,958%
Mutui concessi dal 30 dicembre 1999 al 18 febbraio 2000			
	10 anni	15 anni	20 anni
Spread	0,10%	0,15%	0,20%
Tasso annuo	4,658%	4,708%	4,758%
Mutui concessi dal 19 febbraio 2000 al 27 febbraio 2001			
	10 anni	15 anni	20 anni
Spread	0,10%	0,12%	0,15%
Tasso annuo	4,658%	4,678%	4,708%
Mutui concessi dal 28 febbraio 2001			
	10 anni	15 anni	20 anni
Spread	0%	0%	0%
Tasso annuo	4,558%	4,558%	4,558%

[49] F. De Prophetis, Unione Provinciale Enti Locali (UPEL), *Incontro studio sull'accesso ai mutui della Cassa depositi e prestiti,* 1 giugno 2000.

[50] L'articolo 5, comma 9 del D.l.445/95, convertito in L.539/95, vieta la retrocessione per i mutui assistiti da contribuzione erariale totale o parziale.

[51] L'articolo 30 della proposta di L. Finanziaria 2002 riporta alcune novità in merito all'eliminazione dei titoli obbligazionari. Si veda l'articolo di I. Bufacchi, *Bond comunali, via la rilancio,* Il Sole 24 Ore del 29 settembre 2001.

[52] M. Nigro, *Il tesoro è pronto a eliminare i vincoli,* Il Sole 24 Ore del 14 giugno 1999, n.161.

[53] Per *TIR costante* si intende il tasso di interesse relativo ad un investimento caratterizzato da uscite (valori negativi) legate alle rate pagate dall'emittente, ed entrate (valori positivi) derivanti dalla fase di incasso del valore nominale del prestito. Non è necessario che i flussi di cassa siano costanti, ma devono occorrere a intervalli regolari.

[54] Per maggiori dettagli si rinvia al testo di F. Boccia e M. Nigro, *La Finanza Innovativa,* op.cit..

[55] Il dato delle emissioni obbligazionarie è aggiornato al maggio del 2001.

[56] M. Nigro, *Bond locali, 17 mila miliardi,* Il Sole 24 Ore, 25 giugno 2001.