

Corte dei conti - Analisi sul fenomeno dell'indebitamento in un campione di enti locali -

Ulteriori elementi per l' "indagine conoscitiva sugli effetti e le tecniche di controllo dei flussi di finanza pubblica in ordine all'andamento del debito, con particolare riferimento alla componente non statale"

*Senato della Repubblica
Commissione Programmazione economica, Bilancio*

Novembre 2004

INDICE

1. Introduzione metodologica. Finalità dell'indagine e criteri di scelta di un campione di enti locali da sottoporre ad analisi

2. Recenti aperture normative per l'accesso al credito da parte degli enti locali

3. Consistenza e composizione dello stock di debito riferito agli enti del campione

3.1. Distribuzione regionale del residuo debito e relativa composizione

3.1.1. Segue: tassi fissi e tassi variabili

3.1.2. Segue: capitale "swappato"

4. Sostenibilità del debito nel breve, medio, lungo periodo

4.1. Vincoli di bilancio e costo del debito. Il limite del 25% delle entrate correnti

4.2. Indicatori di solidità finanziaria ed evoluzione della spesa per investimenti

5. La gestione attiva del debito e il ricorso a strumenti derivati

5.1. Segue: le operazioni derivate con premio di liquidità

6. Considerazioni conclusive

1. Introduzione metodologica. Finalità dell'indagine e criteri di scelta di un campione di enti locali da sottoporre ad analisi

In occasione dell'audizione del 25 marzo scorso è stata data notizia dell'intenzione della Corte di effettuare una specifica analisi sul fenomeno dell'indebitamento per riferirne a codesta Commissione.

Gli accertamenti eseguiti – oltre che alla ricostruzione della consistenza e della composizione dello stock di debito - sono stati indirizzati a far luce sui seguenti principali aspetti, colti con riguardo a ciascuno degli enti esaminati: i) il rilievo assunto dall'indebitamento in relazione agli equilibri di bilancio e alla sua sostenibilità; ii) lo stretto legame tra l'evoluzione del debito e la realizzazione degli investimenti, con riferimento agli ultimi esercizi [2000-2003]; iii) gli effetti conseguenti la gestione attiva del debito e i margini di rischio associati agli strumenti finanziari derivati, specie per enti di piccola e media dimensione meno attrezzati a fronte di operazioni di particolare complessità.

L'indagine è stata volutamente indirizzata a enti la cui popolazione fosse compresa fra gli 8.000 e i 99.999 abitanti. Nell'ambito di questo "universo" è stato individuato un campione rappresentativo di 138 comuni e 11 province, selezionati sulla base di specifici, significativi parametri e distribuiti in modo da assicurare adeguata rappresentatività a ciascuna realtà regionale.

Una volta fissato il dato numerico da riservare a ciascuna regione, la scelta ha privilegiato parametri di identificazione coerenti con gli obiettivi dell'indagine, in quanto più direttamente legati ai fenomeni da scrutinare.

Priorità è stata perciò data alle amministrazioni comunali e provinciali che, per consistenza del debito e insufficienza dei margini di copertura, a stare ai risultati pregressi, sono apparse a più alto rischio, tenuto conto altresì del correlarsi di tali aspetti con alcuni determinanti di entrata e spesa influenti sull'equilibrio economico-finanziario. Quanto a questi, la valutazione congiunta della evoluzione dell'indebitamento e della spesa per investimento ha

consentito l'individuazione del rapporto medio oltre il quale fissare un indice di criticità per la scelta.

Altro criterio di selezione, specialmente legato agli obiettivi dell'indagine, ha inteso individuare gli enti che, negli anni recenti, maggiormente hanno fatto ricorso a operazioni finanziarie derivate, anche per verificare un loro collegamento con l'esigenza di sostegno a bilanci in tensione a causa della recente flessione dei finanziamenti.

Sono state inviate, per ciascun ente, numerose schede istruttorie per acquisire notizie sui mutui contratti con la Cassa dd.pp. e con gli istituti pubblici equiparati [INPDAP e Credito sportivo], con gli istituti di credito ordinario, come pure sulle emissioni di obbligazioni e sulle operazioni finanziarie derivate, nonché sui principali dati di gestione riferiti all'anno 2003 e precedenti. Su richiesta della Corte, gli enti hanno inviato in copia oltre cento contratti di *swap*, i quali sono stati sottoposti ad attento scrutinio unitamente alle relative deliberazioni autorizzative.

L'attendibilità dei dati inviati è stata verificata tramite confronti con i bilanci e i certificati di consuntivo a suo tempo trasmessi a questa Corte.

Complessivamente si è potuta riscontrare una fattiva collaborazione da parte delle amministrazioni interessate. Vanno segnalati, tuttavia, sette casi di mancato adempimento istruttorio riguardo ai quali saranno disposti ulteriori accertamenti [Porto Mantovano, Bassano del Grappa, Bagnacavallo, Cattolica, Marsciano, Terracina, Teggiano] .

2. Recenti aperture normative per l'accesso al credito da parte degli enti locali

Il processo di risanamento finanziario, nell'attuale contesto di difficile congiuntura economica, ha coinvolto le autonomie territoriali con un crescente contributo loro richiesto nel perseguimento degli obiettivi di convergenza e stabilità fissati a livello europeo. A fronte di una espansione dei compiti loro attribuiti, gli enti locali hanno visto ridursi le proprie disponibilità finanziarie in

termini reali, mentre le regole del Patto di stabilità interno hanno progressivamente imposto un consistente miglioramento nell'evoluzione dei saldi dei loro bilanci.

La conseguente crisi di liquidità, specialmente avvertita dagli enti di piccola e media dimensione, è all'origine di un più sostenuto ricorso al debito, del resto favorito dalle recenti aperture normative introdotte in materia.

Già dai primi anni '90, il "via libera" ad emissioni obbligazionarie¹ e il venir meno del monopolio della Cassa dd.pp., in tema di accesso al credito da parte di comuni e province², hanno rappresentato un primo segnale in tale direzione³. Sono però le più recenti regole, introdotte a partire dalla finanziaria 2002, a rappresentare una decisiva svolta, offrendo agli enti locali la possibilità di ampliare la propria capacità di indebitamento, sia in virtù della eliminazione di complessità procedurali, sia tramite la previsione di una gestione attiva delle passività.

L'art 41 della legge 28 dicembre 2001 n. 488 e il recente regolamento attuativo del dicembre 2003, modificando le disposizioni più restrittive recate dalla legge n. 724 del 1994, hanno inteso consentire agli enti territoriali più facile accesso al mercato dei capitali allo scopo di ridurre il costo del debito o di assicurarsi adeguate garanzie alla sua evoluzione.

È prevista espressamente la possibilità per gli enti territoriali di procedere ad estinzione anticipata di passività contratte dopo il 31 dicembre 1996, finanziata con collocamento di titoli obbligazionari o con rinegoziazione

¹ L'art. 32 della legge 142 del 1990 ha riconosciuto anche agli enti locali la facoltà di deliberare l'emissione di prestiti obbligazionari. Il collegato alla finanziaria 1995, nel disciplinare le emissioni obbligazionarie degli enti territoriali, le ha condizionate a investimenti con valore attuale positivo [investimenti redditizi]. La possibilità di attivare prestiti obbligazionari è ora sanzionata dall'art 205 del tu 267/2000.

² A partire dal 1990 l'accensione di prestiti con istituti di credito ordinario cessa di essere condizionata alla mancanza di disponibilità espressa dalla Cassa [v. art. 5, d.l. 31.10.1990 n. 310, conv. con l. 22.12.1990 n. 403 che abroga art. 4, co. 11, d.l. 2.3.1989 n. 65, conv. con l. 155/89].

³ Ulteriori facilitazioni all'accesso al credito sono riferibili anche al miglioramento delle metodologie di finanziamento da parte della Cassa dd.pp., non solo tramite l'adeguamento dei tassi di interesse al tasso ufficiale di sconto, ma specie con la possibilità di scelta concessa a partire dal 18.2.1999 [D.M.T. 16.2.'99] tra tasso fisso e variabile o estinzione anticipata alla pari con maggiorazione del tasso. A riguardo dei mutui indicizzati, con durata di dieci, quindici, venti anni, la Cassa dd.pp. ha stabilito un sistema di rimborso a quote di capitale costanti e con parametro di riferimento Euribor a sei mesi. Con decreto 16.2.2001 la Cassa ha eliminato lo *spread* sui mutui indicizzati.

dei mutui, a condizione di ottenere una riduzione del valore finanziario delle passività totali. Altra novità è la rimozione di alcuni vincoli che avevano condizionato la gestione delle passività da parte degli enti territoriali. In particolare, è prevista la possibilità di emettere titoli obbligazionari con rimborso in unica soluzione alla scadenza [struttura *bullet*] e correlata costituzione di un fondo di ammortamento reinvestibile, oppure è consentito concludere operazioni di *swap* per l'ammortamento [*amortizing swap*]. Infine l'art. 41 elimina l'obbligo di emissione alla pari sin qui previsto per i titoli obbligazionari degli enti territoriali, non più in linea con le esigenze di maggiore flessibilità richieste dai mercati finanziari.

All'attuazione di quanto disposto dall'art. 41 della finanziaria 2002 ha provveduto il Ministero dell'economia e delle finanze con regolamento approvato a fine anno 2003 [decreto 389/'03] che, oltre a regolare le procedure di coordinamento per l'accesso ai mercati dei capitali da parte degli enti territoriali, ha definito le operazioni in strumenti derivati consentite.

In particolare, sono state individuate le seguenti operazioni: *swap* di tasso di interesse[IRS], acquisto di *forward rate agreement*, acquisto di *cap* o *collar* ⁴, mentre resta obbligatoria la copertura del rischio di cambio [*cross currency swap*]⁵. Sono inoltre previste "altre" operazioni derivate, risultanti dalla combinazione delle precedenti o comunque finalizzate alla ristrutturazione del debito purché, in questo caso, non implicino una scadenza posticipata a quella del contratto originario e un profilo crescente nei valori attuali dei flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale premio non superiore all'1% del nozionale della sottostante passività. Le controparti, nelle operazioni derivate, postulano intermediari contraddistinti da adeguato merito di credito. Viene altresì definita la modalità di costituzione e gestione

⁴ Tali operazioni vanno effettuate nella forma c.d. "*plain vanilla*", prive di quelle opzioni che esporrebbero l'ente a ulteriori rischi conseguenti il movimento avverso dei tassi, né sono ammissibili leve o moltiplicatori di parametri finanziari.

⁵ L'art. 2 DM Tesoro 5.7.1996 n. 420 [*Regolamento per l'emissione dei prestiti obbligazionari*] contiene la previsione di emissione di *swap* da parte di enti locali. Si prevede infatti che le emissioni obbligazionarie in valuta debbano obbligatoriamente essere coperte dal rischio di cambio per evitare che le oscillazioni dei tassi di cambio possano svalutare il capitale sottostante.

dello speciale fondo di ammortamento, nelle obbligazioni con rimborso del capitale alla scadenza, laddove le somme accantonate potranno essere investite solo in titoli obbligazionari di enti e amministrazioni pubbliche o società a partecipazione pubblica di Stati appartenenti all'UE.

L'intento dichiarato delle indicate disposizioni è duplice: da un lato escludere l'esposizione a rischi connessi con l'evoluzione dei mercati finanziari, per altro verso evitare la possibilità di traslare il peso finanziario delle operazioni in essere sugli esercizi futuri.

Con la circolare esplicativa del 27 maggio 2004 il Ministero dell'economia ha fornito ulteriori chiarimenti per facilitare l'interpretazione e la puntuale applicazione della disciplina regolamentare. E' stato precisato che l'utilizzo, nell'ambito di contratti di *swap*, delle opzioni *cap* e *collar* è limitato al solo acquisto degli stessi, in quanto tali opzioni vanno finalizzate esclusivamente alla protezione dal rialzo dei tassi di interesse. E' stato meglio definito il sinallagma contrattuale che deve intercorrere fra *cap* e *floor*. Speciale raccomandazione è che eventuali soglie o barriere applicate all'IRS [*interest rate swap*] siano coerenti con i tassi vigenti di mercato e con il costo originario della passività.

Speciali cautele sono dettate nella scelta degli intermediari i quali debbono essere dotati di un merito di credito [*rating*] adeguato e certificato da agenzie riconosciute a livello internazionale⁶ e, inoltre, non possono assumere la veste di controparte per oltre il 25% dell'importo delle operazioni derivate poste in essere da un medesimo ente, qualora tale ultimo importo superi i 100 milioni di euro.

La circolare reca infine una speciale raccomandazione affinché gli enti facciano riferimento, nella loro attività in derivati, alle norme del Regolamento

⁶ Le agenzie individuate nella circolare sono: Standard's & Poor's, Moody's, Ficht Ratings. Per essere adeguato il *rating* della controparte non deve essere inferiore a BBB/Baa/BBB.

Consob 11522/98 [artt. 25-31] e all'allegato documento "sui rischi degli investimenti in strumenti derivati"⁷.

3. Consistenza e composizione dello stock di debito riferito agli enti del campione

I dati acquisiti dagli enti confermano le valutazioni già espresse da questa Corte sin dalla audizione del marzo 2004.

Il confronto con i tre anni precedenti segna, a fine 2003, una crescita nella consistenza complessiva del debito degli enti campione, che passa dai 3.316 milioni di euro del 2000 ai 4.235 milioni del 2003 [+27% - v. TAB/1].

Il riferimento è sia ai mutui che alle obbligazioni. I primi ascendono a 3.580 milioni di euro nel 2003, con un aumento del 19,9% sul 2000, mentre le obbligazioni, pari a 330 milioni nel 2000 si attestano a 655 milioni nel 2003 [+98,1%].

L'evoluzione dei tre anni segna uno spostamento nella composizione del debito a favore dei prestiti obbligazionari i quali, a fine 2003, assorbono tuttavia una percentuale del totale ancora modesta [15,4%]. Il che conferma la difficoltà per i comuni di media e piccola dimensione di utilizzare questa forma di indebitamento, a causa degli importi non elevati delle relative emissioni e della complessità delle sottostanti procedure. Una risposta a riguardo sembra contenuta nel d.d.l. finanziaria 2005 che ha disciplinato la

⁷ L'art.28 della delibera CONSOB n.11522 del 1° luglio 1998 prevede che gli intermediari autorizzati, prima di dare avvio alla prestazione dei servizi di investimento, devono chiedere all'investitore notizie in merito alla sua esperienza nel settore, alla sua situazione finanziaria ed agli obiettivi di investimento e devono consegnargli il documento sui rischi generali, allegato al regolamento. La parte B del documento riguarda, specificamente, la rischiosità degli strumenti derivati, il cui apprezzamento da parte degli investitori è specialmente ostacolato dalla particolare complessità che li contraddistingue.

possibilità di emissione unica in pool tra più enti locali con neutralità di effetti per il capofila⁸.

Fra i mutui, sempre alta, anche nel 2003, la quota di debito detenuta dalla Cassa dd.pp. e dagli Istituti pubblici equiparati [INPDAP e Credito sportivo] con una percentuale rispetto al totale pari all'81,3%, superiore, anche se di poco, a quella di fine 2000 [79,5%]. Permane, perciò, una tendenziale preferenza accordata, anche negli ultimi anni, alla Cassa dd.pp. malgrado sia stata concessa agli enti, a partire dal 1990, maggiore libertà nella scelta dei canali di finanziamento.

Quanto al costo del debito, scendono nel periodo i tassi di interesse, sia per la recente evoluzione dei mercati finanziari della quale hanno risentito quelli variabili, sia per effetto di operazioni di ristrutturazione del debito.

3.1. Distribuzione regionale del residuo debito e relativa composizione

L'esame dei dati raccolti consente di registrare una variabilità nella consistenza e nella composizione del debito residuo riferita alle differenti aree territoriali del paese.

Con riguardo al dato complessivo, maggiore incidenza percentuale nel 2003 presentano [TAB/1] gli enti della Toscana e della Lombardia. Seguono: Friuli V. Giulia, Emilia Romagna, Piemonte, Veneto, mentre ai livelli percentuali più bassi si collocano Umbria, Molise e Basilicata.

L'aggregazione del campione su base regionale, mostra poi [TAB/1] un residuo debito ad alta composizione obbligazionaria nei comuni del Veneto, Abruzzo, Emilia Romagna, Calabria, Piemonte e Lombardia. Modesta la presenza di obbligazioni nei comuni di Lazio, Puglia e Sicilia, mentre è nulla o quasi in tutti i comuni di Sardegna, Basilicata, Umbria.

⁸ Al problema degli importi limitati delle emissioni si è già data risposta in ambito locale da parte di una cinquantina di enti locali delle Province di Reggio Emilia, Parma e Modena con la Convenzione per la negoziazione unitaria delle forme di indebitamento che fra il dicembre 2000 e la fine anno 2002 ha dato luogo a 73 emissioni per un totale di oltre 87 milioni di euro. A tale convenzione partecipano alcuni enti compresi nell'indagine campionaria.

Negli enti delle regioni meridionali, si riscontra una maggiore presenza di mutui della Cassa dd.pp. e Istituti equiparati [Credito sportivo, INPDAP], il cui importo assorbe oltre il 96,1% del totale [TAB/2]. Elevata tale percentuale anche nel Lazio [91,6%] e in Friuli [95,8%], mentre flette specie in Toscana [63,7%] e in Umbria [62,3%]. Quanto all'INPDAP, già dal 1977 tale istituto ha cessato il proprio intervento creditizio a favore degli enti locali; modesta perciò la quota residua a fine 2003.

3.1.1. Segue: tassi fissi e tassi variabili

L'analisi del campione mette in chiaro la percentuale di composizione rispettivamente riservata al debito a tasso fisso e a tasso variabile [v. TAB/4].

Complessivamente, nel 2003, la componente a tasso fisso, riferita a mutui e obbligazioni, resta decisamente prevalente [70,5%] e va essenzialmente attribuita alla maggiore incidenza dei debiti con la Cassa dd.pp. i quali sino al febbraio 1999 erano necessariamente stipulati a tasso fisso⁹.

Prevalgono tassi variabili al Nord [34,8%] e al Centro [36,1%], mentre al Sud la percentuale del variabile si colloca al 14,0%. Privilegiano tassi variabili: Umbria, Veneto e Piemonte [TAB/4].

Contenuta la presenza di tassi variabili se riferita solo ai mutui [TAB/3], laddove in tal caso la percentuale 2003 scende al 18,9%. Il confronto con i tre anni precedenti registra però uno spostamento a favore dei mutui a tasso variabile, con un margine di composizione in più di quasi il 3% cui corrisponde analoga flessione dei tassi fissi.

⁹ A partire dal 18 febbraio 1999 [DMT 16.2.1999] agli enti locali è concessa la facoltà di scegliere tra diverse possibilità di indebitamento con la Cassa: i) mutui a tasso fisso differenziato secondo le scadenze; ii) 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 [D.M 16 febbraio 1996]; iii) estinzione parziale anticipata alla pari, mediante una maggiorazione del tasso.

Per quanto concerne i mutui indicizzati, la Cassa dd.pp. ha disciplinato la nuova tipologia stabilendo che gli enti locali possano assumere un mutuo di 10, 15, o 20 anni con sistema di rimborso a rate costanti. Il parametro di riferimento è l'Euribor a sei mesi. A seguito del decreto 16.2.2001, la Cassa ha eliminato lo *spread* sui mutui indicizzati il cui costo resta perciò invariato indipendentemente dalla durata.

Quanto alle emissioni di obbligazioni, la prevalenza è per cedole a tasso variabile che devono tuttavia rispettare il limite massimo costituito dal rendimento lordo dei titoli di Stato di pari durata maggiorati di un punto percentuale.

Va osservato a riguardo che, a fronte del debito complessivo, la sensibilità del costo all'evoluzione dei mercati finanziari è influenzata – ed è perciò funzione diretta – dalla percentuale di stock a tasso indicizzato ed è tanto più elevata quanto maggiori sono volume e durata¹⁰.

E' il caso di alcuni comuni che si sono cautelati dall'eccesso di debito a tasso variabile con la stipulazione di contratti di *swap*, sovrapponendo al debito in essere una nuova esposizione a tasso fisso. Così, i comuni di Castel Goffredo, Asti, Copparo, Siena, Viareggio, Cassano delle Murge, i cui contratti, seppure differenti per le opzioni previste, recano tuttavia soglie minime o massime al cui raggiungimento il tasso torna nuovamente variabile [Euribor] ma con l'aggiunta di uno *spread*.

Il tasso medio, riferito ai mutui tuttora in essere a fine 2003, si colloca complessivamente intorno al 6-7% ove a pesare sono specialmente mutui meno recenti, specie i ventennali, le cui condizioni sono rimaste allineate all'andamento dei tassi dell'epoca, nei casi in cui non si è ritenuto di fare ricorso alla facoltà di estinzione anticipata.

Circostanza, questa, riscontrata soprattutto per i mutui a tasso fisso con la Cassa dd.pp. o con l'Istituto di Credito Sportivo ove è frequente la partecipazione finanziaria dello Stato. La quota esigua di costo, ripartita

¹⁰ I tassi variabili possono fare riferimento all'Euribor [Euro Interbank Offered Rate] o al Libor [London Interbank Offered Rate]. Quanto al primo, il riferimento è al tasso interbancario lettera per depositi Euro, rilevato alle ore 11.00 a.m. [ora Bruxelles] e pubblicato sulla Reuters [o altra rete telematica] sulla pagina Euribor 01 [nel caso di calcolo giorni effettivi /360] ovvero sulla pagina Euribor 365 [nel caso di calcolo giorni effettivi/365]. In caso di mancata rilevazione/pubblicazione del tasso, viene utilizzata la media aritmetica semplice dei tassi dichiarati operativi alle ore 12 a.m. [ora di Roma] da tre primari istituti di credito italiani, individuati dalla Banca che quotino a quel momento.

Per tasso Libor, si intende il tasso rilevato dalla British Bankers' Association [BBA] alle ore 11.00 a.m. [ora di Londra] e pubblicato attualmente alla pagina FRBD e seguenti della Reuters, ovvero in altre similari reti telematiche eventualmente indicate dalla stessa BBA. In caso di mancata rilevazione/pubblicazione del tasso, viene utilizzata la media aritmetica semplice delle quotazioni del tasso interbancario "lettera" [per stessa divisa e durata] che la banca interessata andrà a richiedere a tre primari Istituti di credito operanti sulla piazza di Londra, individuati tra le Reference Banks della specifica divisa..

tramite il contributo in conto interessi e/o capitale e il conseguente modesto impatto per gli enti partecipanti al costo, ha finito per minimizzare l'esigenza di addivenire ad operazioni di ricontrattazione o estinzione anticipata o ad operazioni innovative, valevoli ad alleggerire il peso finanziario del debito. Seppure frammentato, il costo di questi mutui rappresenta tuttavia un peso finanziario spesso non in linea con le attuali condizioni di mercato dei tassi.

3.1.2. Segue: il capitale swappato

I dati raccolti tramite l'istruttoria, ma specie l'acquisizione di tutti i contratti di *swap* riferiti agli enti del campione [oltre 100] hanno consentito la ricostruzione del fenomeno in termini quantitativi e qualitativi.

Le prime operazioni sui derivati si riscontrano già nel 2000. Si tratta di cinque operazioni riferibili ai comuni di Alessandria, Settimo Torinese, Castel Goffredo, Alassio, La Spezia per un totale pari a 93,9 milioni di euro.

Sono tuttavia gli anni successivi a registrare la diffusione del fenomeno che espone a fine 2003 un ammontare di capitale *swappato* di oltre 1.600 milioni di euro percentualmente pari al 38,4% del debito complessivo [TAB/5].

La variabilità regionale mette in chiaro, nel dato aggregato per aree territoriali, una maggiore frequenza di operazioni da parte di comuni e province del Sud-Isole, mentre restano rilevanti alcune operazioni di singoli comuni del Nord e del Centro.

Gli enti che espongono un più elevato capitale *swappato* sono infatti: Pisa [102,7 mln], Civitavecchia [94,6 mln], Alessandria [79,7 mln], A.P. di Chieti [63,7 mln], A.P. di Udine [59,0 mln], Lecce [49,2 mln], Cerignola [46,9 mln], Cosenza [48,6 mln].

Oltre un terzo dei contratti prevede l'erogazione di un premio di liquidità [*up-front*], con importi assai elevati per Cerignola [2,8 mln], Lamezia Terme [2,5 mln], Lecce [1,8 mln], Civitavecchia, Vasto [1,4 mln].

L'ammontare totale dei premi di liquidità erogati a fine 2003 ascende a 17,8 milioni di euro [v. TAB/5], la quasi totalità dei quali allocati dagli enti nella parte corrente del bilancio [Tit III]. Uniche eccezioni, la provincia di Ancona e il comune di Montorio al Vomano.

4. Sostenibilità del debito nel breve, medio e lungo periodo

Le conseguenze economiche delle politiche di finanziamento della spesa pubblica mediante ricorso al debito si legano strettamente ad un complesso di fattori, riconducibili ad un unico denominatore: la sua sostenibilità.

A riguardo, vengono in considerazione una pluralità di fattori, fra i quali, in primo luogo, il costo del debito e la sua corretta copertura, mentre non minore rilievo rivestono i determinanti dell'entrata e della spesa che, nel loro interagire, assicurano o no stabilità e solida tenuta agli equilibri di bilancio.

Si tratta di fattori che si iscrivono in uno scenario ove è forte l'incidenza dei problemi di finanza pubblica, i quali finiscono per far premio sulle scelte di politica economica degli enti, per gran parte rimesse alla capacità di gestione delle risorse.

Una linea di azione seguita dagli enti locali è stata anche quella di gestire al meglio le proprie passività per alleggerirne il costo, con finalità peraltro diverse da ente a ente. A volte lo scopo è stato di realizzare risparmi di spesa, in linea con i maggiori vincoli del patto di stabilità, ma frequente, nella ristrutturazione del debito, è stato l'obiettivo di ampliare la propria capacità di finanziamento in debito a sostegno dei livelli di erogazione dei servizi o per altri interventi di spesa.

4.1. Vincoli di bilancio e costo del debito. Il limite del 25% delle entrate correnti

Un vincolo intertemporale di bilancio con riguardo a previsioni di entrata e spesa sconta, per gli enti locali, la contingenza dell'attuale ciclo

economico, stretto fra obiettivi europei e esigenze di rilancio. Il necessario contenimento della spesa corrente - reso più severo con la manovra di luglio e con i provvedimenti per il 2005 - incide fortemente sulla finanza locale ove la prestazione dei servizi riveste una centralità che è specialmente funzionale al ruolo assegnato a comuni e province.

Una prima ipotesi di ricostruzione dell'effettiva sostenibilità dello *stock* di debito, da parte dei bilanci locali, mette a confronto il costo annuale del debito con le entrate correnti [primi tre titoli del bilancio], il cui limite del 25% costituisce il parametro per la copertura prevista dall'art. 204 del d.lgs. 267/2000¹¹.

Tale regola e il limite percentuale in essa previsto hanno mostrato nel periodo recente una sostanziale debolezza, per un duplice ordine di motivi.

Il primo motivo è legato all'evoluzione dei mercati finanziari, laddove la riduzione dei tassi, a partire da fine anno 2000¹², ha ampliato la capacità di indebitamento degli enti con effetto espansivo sulla consistenza del debito [+ 27% nel 2003 rispetto al 2000]. Non può escludersi che una lievitazione del suo costo, non improbabile nel medio-lungo periodo, possa comportare il superamento dei limiti di copertura.

Il secondo motivo è legato ad una interpretazione della disciplina del servizio del debito che, nel riferirsi alle entrate correnti, omette di depurarle da quelle che, soggette a vincoli di destinazione, mancano di sostanziale idoneità per fungere da mezzo di copertura degli oneri finanziari. Oneri, inoltre, che, diversamente da quanto espressamente previsto per le regioni a statuto ordinario [art. 23 d.lgs. 76/2000], non comprendono la rata di ammortamento del capitale, la quale sembrerebbe invece più corretto

¹¹ L'art. 204 del d. lgs. 267/2000 ha confermato le previgenti disposizioni in tema di vincolo di legge per la contrazione di debiti a carico dei bilanci degli enti locali. Si tratta di un vincolo quantitativo misurato sulle entrate dei primi tre titoli del rendiconto del penultimo anno precedente quello in cui è prevista l'assunzione del mutuo e riguarda l'importo annuale degli interessi sommato a quello dei mutui precedentemente contratti, al netto dei contributi statali e regionali in conto interessi.

¹² L'evoluzione dell'Euribor segna valori che, a partire da fine 2000, passano dal 5,3% al 2,06% dell'aprile 2004.

considerare nel quadro di esigenze di copertura che si misurano in chiave squisitamente finanziaria.

Alla luce di una elaborazione in linea con il dettato costituzionale, l'esigenza è allora di rivisitazione delle regole poste a presidio di sostanziale copertura alla capacità di indebitamento degli enti locali.

La presente indagine ha consentito di individuare e quantificare, tramite l'esame di specifiche poste di bilancio di ciascun ente del campione, le risorse vincolate nella destinazione, non idonee alla copertura del costo del debito. A venire in considerazione, a parte quelle dichiarate vincolate per legge o quelle a copertura di spese delegate dalla Regione, sono altresì le risorse destinate specificamente a copertura di quei servizi che rappresentano le "condizioni minime di organizzazione dei servizi pubblici locali" la cui diffusione postula carattere di "uniformità" [art. 37, d.lgs 30.12.1992 n. 504]. Si tratta di prestazioni concernenti diritti civili e sociali da garantire su tutto il territorio nazionale¹³, la cui individuazione è avvenuta sin dal 1993 [D.M. Interno 28.5.1993] mentre, in relazione alla specifica essenziale funzione, le corrispondenti entrate, una volta definite con deliberazione semestrale di Giunta da trasmettere al tesoriere, restano vincolate per destinazione e perciò sottratte a procedure di esecuzione forzata, mentre poi la spesa è stata recentemente esclusa dalla riduzione di cui al d.l. 168/2004¹⁴.

L'analisi condotta mette in chiaro come le entrate di parte corrente, se depurate dai vincoli di sostanziale destinazione e dalle altre quote vincolate per legge, vedano una generale riduzione dell'ammontare disponibile per far fronte al costo del debito. Inoltre, l'esigenza di offrire copertura, non solo agli interessi, ma all'intera quota di ammortamento offre un quadro di risorse spesso insufficiente a garantire la tenuta degli equilibri.

¹³ Tali servizi rientrano nella previsione di legislazione esclusiva di competenza statale ai sensi del novellato art. 117, 2° comma, Cost.

¹⁴ E' la Corte costituzionale con la sentenza 12 giugno 2003 n. 211 a equiparare la disciplina prevista per gli enti locali sui servizi indispensabili - ai fini dell'esclusione dalle procedure di esecuzione forzata - con quella stabilita per le aziende sanitarie locali, laddove il riferimento all'orientamento pregresso della stessa Corte, qui confermato, è anche nell'assimilazione di questi servizi con i servizi sanitari gestiti dalle *asl*.

4.2. Indicatori di solidità finanziaria ed evoluzione della spesa per investimenti

Sana finanza e buona amministrazione sono da sempre concetti intimamente legati. A darne prova sono gli indici di gestione, che consentono di rilevare sia la sostenibilità delle spese obbligatorie o difficilmente comprimibili, sia le prospettive di crescita legate agli interventi per lo sviluppo.

La spesa per il personale, unitamente agli oneri per l'ammortamento del debito, vengono in considerazione per gli effetti di rigidità che ne conseguono.

Cresce nel 2003 il costo del personale degli enti del campione [+5,8%] malgrado il blocco delle assunzioni delle ultime finanziarie¹⁵. Flettono invece gli interessi passivi grazie all'evoluzione dei mercati finanziari, ma l'importo modesto, a fronte della assai più elevata spesa per retribuzioni e oneri accessori al personale, ben poco allenta la complessiva tensione sui bilanci. Aumenta, perciò, sul totale delle entrate correnti, il peso percentuale del personale che, unitamente agli oneri per ammortamento del debito, assorbe in media il 40% delle entrate correnti, con punte sino al 60% relativamente ad alcuni enti.

Preoccupante, a tale riguardo, la rigidità strutturale riscontrata nei confronti di molti comuni, fra i quali meritano particolare segnalazione: Procida [61,2%], Trepuzzi [58,8%], Termini Imerese [53,3%], Castiglione delle Stiviere [50,4%], Viareggio [49,7%], Sinnai [47,8%], Acqui Terme [46,5%], Cosenza [46,3%], Pisa [43,4%], Faenza [41,8%].

Non è migliore l'esito dello scrutinio condotto sulla situazione economica, direttamente influenzata dalla riscontrata rigidità strutturale; tant'è che oltre la metà degli enti esaminati espone un differenziale negativo

¹⁵ Le esigenze legate al decentramento amministrativo hanno influito sull'aumento dell'organico, la cui spesa è stata in parte finanziata da trasferimenti erariali compensativi del mancato passaggio di buona parte di personale statale.

in termini di equilibrio di parte corrente. Non a caso, nel travalicamento dell'equilibrio economico, i risultati peggiori appartengono a quegli stessi enti che sono in cima alla graduatoria per la rigidità di bilancio. I quali enti sono poi quelli che, nel recente periodo, hanno fatto ricorso a operazioni finanziarie innovative nella ricerca di un sollievo alla difficile ricomposizione degli equilibri di parte corrente. I contratti di *swap*, con contestuale previsione di *up-front*, hanno rappresentato spesso l'unica soluzione per evitare il taglio di servizi indispensabili alla collettività.

Con riferimento agli equilibri di parte corrente, la situazione riscontrata è, perciò, assai poco rassicurante.

Non altrettanto è a dirsi per gli investimenti e la relativa copertura, in quanto l'andamento in crescita del debito comunale e provinciale, al netto di aperture di credito e altre forme di indebitamento pluriennale e a breve¹⁶, trova corrispondenza nella spesa in conto capitale impegnata mediamente nel periodo 2000-2003.

Interpolando i dati dei singoli enti esaminati, emerge un indice di adattamento che conferma un generale favorevole rapporto indebitamento-investimenti a favore degli enti piccoli e medi del campione in esame.

Va tuttavia osservato che, riferita genericamente al conto capitale, tale spesa non assicura puntuale corrispondenza con la classificazione che la finanziaria 2004 ha dato degli investimenti pubblici.

L'attuale indagine ha permesso di riscontrare che, fra le spese in conto capitale, sono comprese anche erogazioni ad aziende comunali, provinciali e consortili per ripiano di perdite e ricostruzione degli equilibri finanziari [v.TAB/6 e TAB/7] le quali, alla luce delle recenti puntualizzazioni normative,

¹⁶ Aperture di credito sono state rilevate per alcune amministrazioni comunali, che hanno sostanzialmente anticipato la prevista disciplina recata nel d.d.l. finanziaria 2005. Altri casi di debiti c.d. "a breve" riguardano il fondo per la progettazione istituito presso la Cassa dd.pp. per le anticipazioni di spese di progettazione da convertire poi in mutui. Nei debiti pluriennali vengono contabilizzati contributi percepiti in eccesso e da restituire o altre esposizioni debitorie per le quali sia stato previsto un contributo in c/capitale per interventi interessanti più amministrazioni [lavori portuali] oppure si tratta di rateizzazione per contributi dovuti a enti regionali. In Lombardia il particolare sistema di finanziamento tramite FRISL a comuni e enti regionali determina prestiti con restituzione della sola quota in c/capitale appostata nei c.d. debiti pluriennali.

non costituiscono spesa di investimento [26,4 milioni nel 2000 e 17,9 milioni nel 2003]. Si tratta, tuttavia, di spese assunte prima della disciplina introdotta in materia dalla finanziaria 2004.

Per altro verso, con riferimento alle amministrazioni provinciali, va pure messo in chiaro l'elevato importo dei finanziamenti, *ante* 2004, a favore di imprese e altri soggetti posti fuori del settore delle pubbliche amministrazioni coperto con il ricorso al debito. I dati espongono una percentuale del 9,1% [€ 58,2 milioni] sul totale degli investimenti, impegnata a favore di soggetti privati. Si tratta di un importo assai consistente specie con riguardo ad alcune province, quali: Pavia [12,4 mln]; Vicenza [3,5 mln]; Udine [12,3 mln], Rimini [7.6 mln], Arezzo [6.2 mln], Sassari [13.4 mln].

5. La gestione attiva del debito e il ricorso a strumenti derivati

La riduzione dei trasferimenti a favore degli enti locali, unitamente al blocco della fiscalità presente nella finanziaria 2003 e reiterato per l'anno 2004, ha determinato un forte disallineamento delle entrate con gli andamenti di spesa e conseguente disavanzo complessivo.

Per garantire i servizi indispensabili ai cittadini, le risorse assorbite a copertura hanno prosciugato larga parte delle entrate correnti. Il margine effettivo da destinare agli oneri finanziari per il servizio del debito ne è risultato quanto mai ridotto se non annullato.

Di qui l'esigenza di far leva su nuovi canali di finanziamento e su un utilizzo sostenibile di strumenti finanziari innovativi, la cui diffusione negli ultimi anni è stata favorita dall'art. 41 della finanziaria 2002 e dall'attuazione che ne è stata data con il decreto n.389 del dicembre 2003.

Enti locali di piccole e medie dimensioni, quali quelli oggetto della presente indagine, più che su rinegoziazioni o conversione dei mutui in

essere¹⁷, hanno privilegiato il ricorso a interventi di finanza derivata; risulta inoltre che non sono state effettuate operazioni di cartolarizzazione.

Nel corso di questa indagine sono stati acquisiti, con richiesta rivolta agli enti, oltre 100 contratti di *swap*, stipulati da 68 enti dei 149 inclusi nel campione.

Su importi e percentuale del capitale *swappato* si è già detto [v. parag. 3.1.2]. A riguardo di contenuti e scopi contrattuali, sono invece le seguenti osservazioni.

Obiettivo perseguito, nella maggior parte dei casi, rilevabile del resto dalle deliberazioni autorizzative al contratto, è la riduzione del costo del debito; solo in pochi casi (sei) si riscontra l'esigenza di una copertura dal rischio di oscillazione dei mercati [trasformazione del tasso da variabile a fisso]. Si tratta di ipotesi molto diverse, perché mentre nel primo caso l'obiettivo della "scommessa" è il guadagno sull'evoluzione dei tassi, nell'altro caso l'eventuale perdita è il prezzo di un margine di sicurezza.

Il debito sottostante è costituito in prevalenza da mutui con la Cassa dd.pp.; in netta minoranza le operazioni *swap* su mutui con Istituti di credito ordinario [12 contratti/100]; solo tre gli *swap* su obbligazioni.

Frequenti [37/100] sono i casi di corresponsione all'ente di un premio di liquidità [*up-front*], la cui misura percentuale – trattandosi di contratti precedenti il regolamento 389 – è in genere superiore all'1% del nozionale. Le percentuali si collocano, in qualche caso intorno al 3,5%-3,9%-4,5% [Rosolini, Castiglione delle Stiviere, Cosenza, Civitavecchia, Lecce, Lamezia Terme] ma arrivano anche al 5,9% [Cerignola] e al 9,8% [Orvieto].

Salvo due casi [provincia di Ancona e comune di Montorio al Vomano], tale liquidità risulta sempre allocata in bilancio [esercizi *ante* 2004] fra le entrate correnti per essere destinata a spesa di pari segno.

¹⁷ Qualche operazione di rinegoziazione è stata rilevata con riferimento a enti locali toscani ed emiliano-romagnoli. Si tratta di operazioni costose, mentre poi la conversione dei mutui in prestiti obbligazionari sconta difficoltà legate ai modesti importi, non facilmente negoziabili.

Non rare le ricontrattazioni [10 casi], con indennizzo corrisposto alla controparte in misura pari al valore di mercato, attualizzato, dell'operazione oggetto di modifica con conseguente perdita per l'ente [*mark-to-market* negativo]¹⁸.

La maggior parte dei contratti, *ante* 2003, corrisponde alla tipologia dell'IRS [*interest rate swap*] con barriera a favore dell'istituto di credito [vendita di *cap*], spesso "scalettata" su periodicità di brevissimo periodo e vantaggio finanziario sufficientemente sicuro solo per i primi anni di validità contrattuale. Le soglie [*cap*] variano in modo considerevole secondo gli istituti di credito. In genere, con riferimento al 2007-2008, si riscontrano tetti del 5,5% e 5,8%. Non mancano casi con soglie 4,6% o addirittura 3,9% e data fixing a partire da giugno 2005. Qualora il valore dell'Euribor o del Libor a sei mesi o tre mesi eguagli o superi la soglia, l'ente è tenuto a pagare il tasso Euribor o Libor più lo *spread* pattuito¹⁹. Ora, se è vero che, a partire da fine anno 2000, l'andamento dell'Euribor ha segnato valori progressivamente decrescenti, passando dal 5,3% al 2,06% dell'aprile 2004, nondimeno l'evoluzione degli ultimi anni non garantisce sicure previsioni sugli andamenti futuri, anche se l'introduzione della moneta unica depone per un consistente margine di stabilità nei mercati finanziari.

Dalle delibere autorizzative si desume che il margine di cautela è stato di solito assunto con riferimento ad ipotesi di rischio fondate sull'andamento della curva forward dei tassi, costruita sulla base dei tassi IRS attualizzati tramite il tasso di sconto²⁰. Senonchè, tale curva è solo una proiezione della

¹⁸ Per definire il valore di mercato di uno *swap* in qualsiasi momento, occorre considerarlo assimilabile a una qualsiasi attività finanziaria, il cui valore è dato dal valore attuale dei flussi di cassa attesi, scontati al tasso di interesse vigente sul mercato.

¹⁹ L'introduzione dell'euro e l'unificazione della politica monetaria, in virtù dell'unico tasso di riferimento, hanno determinato il superamento della pluralità dei mercati nazionali e il venir meno del preesistente ventaglio di tassi di interesse. I diversi tassi interbancari nazionali [Ribor, Fibor, Pibor, eccetera] hanno perso valore indicativo per l'esigenza di una loro sostituzione con un unico tasso che rappresentasse l'evoluzione del mercato interbancario europeo dei depositi. Quanto alle rilevazioni, attualmente esistono tuttavia due tassi interbancari europei: uno [Euribor], calcolato dalla Federazione bancaria europea, l'altro [euro Libor] calcolato dall'Associazione Bancaria Britannica la quale già pubblicava i tassi Libor per le principali valute mondiali.

²⁰ Le informazioni sui parametri IRS per la costruzione del tasso Euribor a pronti e a termine sono fornite in tempo reale da agenzie specializzate [Reuters, Bloomberg e altre]. L'IRS, a sua volta, attualizzato sulla base del tasso di sconto, consente di determinare la curva forward che viene

curva di interessi a pronti e ne rispecchia cioè l'equilibrio attualizzato, incorporandovi i fattori di sconto. Ciò significa che le determinazioni assunte dagli enti e fondate sull'andamento della curva forward, in realtà sono poco realistiche in termini previsionali, anche se resta comunque evidente che, tanto più le soglie fissate sono distanti dalla curva forward, di altrettanto cresce il margine di garanzia; il quale resta in ogni caso legato ad una scommessa su un andamento futuro assai poco prevedibile, specie allorché la scadenza del contratto sia fissata al 2020-21 e le soglie definite su una molteplicità di scadenze di breve periodo.

Ulteriore profilo di rischio si lega al valore elevato dello *spread*, quasi mai sotto il 2,2%, ma che sale in qualche caso sino al 3,5%- 3,9% [Castiglione delle Stiviere, Cassano delle Murge, Orvieto] o addirittura al 4,85% [Busto Arsizio], oltre cioè la differenza fra il costo originario del debito e il tasso *swap* di durata pari alla vita residua del debito.

I contratti più recenti – grazie all'intervento regolatore del Ministero dell'economia – sembrano allinearsi alla tipologia dell'IRS a doppia barriera [*collar*]²¹ con acquisto cioè di cap e vendita floor; ma, anche in questi casi, non sempre le soglie offrono sicura protezione all'ente. A riguardo va pure notato che, in una fase di mercato quale l'attuale, ove le previsioni sull'andamento dei tassi sono molto incerte, anche se le operazioni corrispondenti alla tipologia *collar* possono rappresentare una risposta plausibile, tuttavia molto resta affidato alla definizione delle soglie, nonché al valore assegnato allo *spread*.

La recente regolamentazione della materia ha inteso limitare i rischi connessi alle operazioni derivate, ma è intervenuta a due anni di distanza dalla disciplina liberalizzatrice recata dall'art. 41, mentre operazioni su

generalmente posta a base della determinazione del valore dei prodotti finanziari a termine. Il confronto tra tale curva e l'andamento in serie storica dell'Euribor o del Libor mette in chiaro la divaricazione esistente a causa dell'andamento asistematico di quest'ultima [v. grafico allegato].

²¹ Con l'IRS a doppia barriera [*collar*] l'ente paga un tasso fisso o variabile + spread, più basso del tasso originario fino a che il tasso di mercato [Euribor o Libor] si mantiene all'interno di un determinato "corridoio" di tassi. Se il tasso di mercato scende sotto la soglia inferiore [floor] o sale sopra quella superiore l'ente paga un tasso fisso più alto.

derivati sono registrabili sin dall'anno 2000, prima ancora della esplicita previsione recata in finanziaria 2002²². Durante i quali anni, alle operazioni finanziarie degli enti locali, è mancata una linea di vincolo prudenziale a garanzia della sostenibilità del debito e di rispetto degli equilibri di bilancio.

Restano poi le perplessità legate alla complessità dei fenomeni regolati, poco suscettibili di vincoli e garanzie codificate, tanto più nell'attuale situazione di stretta finanziaria, ove permane l'inevitabile spinta ad operazioni non in linea con la cautela necessaria ad evitare che la manovrabilità delle attuali gestioni si realizzi a scapito di quelle future.

Quanto alle clausole contrattuali, inserite nei moduli e formulari predisposti dalle banche, quelle di natura vessatoria sono specificamente approvate per iscritto. Fra queste, particolare preoccupazione desta la dichiarazione sempre ricorrente, da parte dei responsabili finanziari degli enti, di essere "operatori qualificati" ai sensi dell'art. 31 del Regolamento CONSOB [n. 11522/98], con esposizione alle conseguenze proprie dei contratti aleatori ed esclusione della possibilità di far valere ogni pur ragionevole dubbio in ordine alla consapevole assunzione di rischio²³.

5.1. Segue: le operazioni derivate con premio di liquidità

Il regolamento per l'accesso al mercato dei capitali [decreto 389/03] e la circolare attuativa del Ministero dell'economia e delle finanze hanno delineato – come si è detto – le operazioni in strumenti derivati consentite agli enti locali, individuandone specifici connotati strutturali e sinallagmatici.

Particolare riflessione meritano perciò quelle "altre" operazioni che ottengono eccezionalmente "via libera" in funzione dell'obiettivo perseguito,

²² Il TU sull'ordinamento degli enti locali [d.lgs. 267/2000] non contiene previsioni espresse sull'impiego degli strumenti derivati ma nemmeno ne vieta l'utilizzo mentre poi riconosce agli enti autonomia finanziaria.

²³ Entro l'anno in corso, la Consob prevede di approvare la modifica dell'art. 31, comma 2 del Regolamento 11522 del 1998. Va specialmente notato che ai sensi dell'art. 31, comma 1, nei rapporti fra intermediari e "operatori qualificati" non si applicano molte delle disposizioni del Regolamento poste a tutela degli investitori fra cui anche l'art. 28 relativo alle informative sui rischi con la consegna del documento specifico sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari.

quello cioè della ristrutturazione del debito, senza speciale riferimento ai loro caratteri strutturali. Uniche condizioni richieste sono relative alla scadenza, da mantenere entro quella della sottostante passività, e al corrispettivo, che dovrebbe assicurare la copertura al costo del debito sottostante, escluso un profilo crescente dei flussi di pagamento da parte dell'ente, ad eccezione di un eventuale premio di liquidità, non superiore tuttavia all'1% del nozionale di riferimento.

Valgono a riguardo le seguenti considerazioni.

La finalità di "ristrutturazione" del debito, che necessariamente deve connotare queste "altre" operazioni, sembra in realtà funzionale ad una integrale riconsiderazione della passività complessiva dell'ente, ove è soprattutto il bilanciamento fra tassi fissi e variabili a guidare la scelta di ricomposizione dello stock. Il che porta ad escludere singole e parcellizzate operazioni, rispetto alle quali – in assenza di una valutazione necessariamente riferita alla complessiva esposizione dell'ente - non sarebbe riscontrabile una finalità di ristrutturazione.

Altro aspetto meritevole di riflessione riguarda la previsione di *up-front*. Tale rifornimento di liquidità, seppure ora limitato all'1% del nozionale, non manca di destare perplessità; la quale, non tanto intende appuntarsi sui contratti *swap* precedenti la circolare del maggio scorso, anche se, va pur detto, gli *up-front* hanno generalmente superato il predetto limite, toccando anche il 9% del nozionale [v. *retro*, parag. 3.1.2.] e hanno trovato frequente applicazione in operazioni diverse da quelle di ristrutturazione.

L'aspetto che, a partire da oggi, maggiormente interessa è quello di corretto inquadramento e di esatta qualificazione dello strumento. Il premio di liquidità si risolve infatti in un anticipato versamento di fondi che sconta l'attualizzazione sui relativi tassi contrattuali a carico della controparte oppure si ripercuote sullo *spread*. Sostanzialmente, seppure incorporata in uno *swap*, si tratta di operazione analoga alla contrazione di un mutuo, laddove la sua

concessione comporta un tasso o uno *spread* che attualizza il premio corrisposto in via anticipata dalla banca all'ente.

Nella specie ricorre, perciò, una di quelle "forme di ricorso al mercato finanziario" previste dall'art. 199, lett. g), del TU 267/2000 a sostegno degli investimenti, la quale richiede il rispetto delle medesime condizioni e vincoli stabiliti per ogni forma di ricorso a indebitamento. Da escludere perciò la sua destinazione a spesa corrente.

Resta infine da considerare come la previsione di *up-front*, legata com'è ad operazioni di ristrutturazione del debito [lett. f), art. 3, DM 389/03], va senz'altro esclusa nelle altre ipotesi contrattuali previste dal regolamento, come del resto chiarito dal Ministero dell'economia e in coerenza con l'eccezionalità da riservare a tale strumento di finanziamento.

6. Considerazioni conclusive

L'indagine, pur limitata a un campione, ha messo in chiaro la difficile situazione finanziaria nella quale versano gli enti di media e piccola dimensione i quali, per un verso, vedono ridursi in termini reali le risorse su cui poter contare, d'altro canto sono premuti da esigenze di spesa per corrispondere alla domanda di servizi essenziali e indispensabili avanzata dai cittadini nel quadro di quei diritti di cittadinanza che sono loro riconosciuti per costituzione.

Una delle conseguenze è l'aumento dello stock di debito riscontrato negli ultimi anni, che ne ha reso elevato il costo e più a rischio la copertura .

Il limite del 25% rispetto alle entrate correnti è divenuto eccessivo a seguito della consistente flessione dei tassi, la quale favorisce livelli di debito che potrebbero risultare non facilmente sostenibili nel caso di un loro eventuale aumento.

Per altro verso, non tutte le entrate correnti sono utilizzabili a copertura del costo del debito, dovendosi escludere quelle vincolate ad una specifica destinazione.

E' in questa difficile situazione che gli enti locali sono indotti a ritagliarsi percorsi di sopravvivenza finanziaria rivolgendosi a nuovi canali di finanziamento per controbilanciare recenti tagli dei finanziamenti, a fronte di una dilatazione della spesa rigida.

La rincorsa ai nuovi prodotti finanziari, ivi compresa la gestione attiva del debito, è l'esito dei fenomeni descritti e nei casi in cui rappresenti una scelta necessitata, a causa di un insostenibile costo del debito tradizionale, include maggiori rischi, ad evitare i quali valgono le seguenti raccomandazioni.

La conoscenza dei mercati finanziari è condizione non frequente nell'ambito delle amministrazioni pubbliche, ma ricorre ancor più raramente presso gli enti di piccole e medie dimensioni. Sembra disconoscere tale realtà la richiesta degli Istituti di credito di sottoscrizione della clausola di "operatore qualificato" [art. 31, Reg. Consob] da parte dei responsabili degli enti, i quali in generale mancano di comprovata esperienza nel campo dei prodotti derivati, soprattutto con riguardo alla comprensione dei fenomeni sottesi alla evoluzione dei tassi di interesse.

Va inoltre osservato come sarebbe auspicabile un proficuo confronto, soprattutto nell'ambito locale degli enti di minori dimensioni, al fine di un esame comparato dei contenuti contrattuali di volta in volta proposti dagli intermediari. A tal fine risulterebbe utile la creazione di una rete informatica per offrire una mappa aggiornata sull'andamento dei contratti in essere nelle varie realtà locali con riferimento alle condizioni offerte.

Quanto alla recente disciplina sull'accesso al mercato dei capitali, la circolare del Ministero dell'economia del maggio scorso è valsa a porre in chiaro i limiti di garanzia richiesti alle operazioni su derivati.

In particolare, riguardo alle operazioni derivate “indirizzate alla ristrutturazione del debito”, sembra desumersi come esse debbano prendere in considerazione l’intera esposizione debitoria, con l’intento di diversificare il rischio di controparte.

Per altro verso, la previsione di *up-front*, riferita esclusivamente alle operazioni di ristrutturazione del debito, sembra definitivamente escludere la possibilità di farvi ricorso in ogni altra ipotesi. Il che trova conferma nelle precisazioni recate dalla circolare del Ministero dell’economia, in aggiunta alle quali andrebbe peraltro ribadito che, anche per tale forma di finanziamento, valgono i medesimi vincoli stabiliti per mutui ed emissioni.

Ciò considerato e preso atto dei vantaggi legati ad una prudente gestione attiva delle passività, resta tuttavia il margine di rischio connesso all’andamento dei tassi di interesse, in quanto l’eventuale loro andamento sfavorevole rispetto alle attese può determinare, nel corso della durata del contratto, differenziali negativi privi di adeguata copertura.