



UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
FIRENZE

FLORE

Repository istituzionale dell'Università degli Studi di Firenze

Patto di stabilità interno e indebitamento: il ricorso a strumenti di finanza innovativa tra efficienza finanziaria e solidità dei conti

Questa è la Versione finale referata (Post print/Accepted manuscript) della seguente pubblicazione:

Original Citation:

Patto di stabilità interno e indebitamento: il ricorso a strumenti di finanza innovativa tra efficienza finanziaria e solidità dei conti pubblici / Ivaldi G.; Monacelli D.; Paziienza M.G.; Rapallini C.. - STAMPA. - (2012), pp. 315-350.

Availability:

This version is available at: 2158/606855 since:

Publisher:

Maggioli Editore

Terms of use:

Open Access

La pubblicazione è resa disponibile sotto le norme e i termini della licenza di deposito, secondo quanto stabilito dalla Policy per l'accesso aperto dell'Università degli Studi di Firenze (<https://www.sba.unifi.it/upload/policy-oa-2016-1.pdf>)

Publisher copyright claim:

(Article begins on next page)

PATTO DI STABILITA' INTERNO E INDEBITAMENTO:

Il ricorso a strumenti di finanza innovativa tra
efficienza finanziaria e solidità dei conti pubblici

*Giorgio Ivaldi¹, Daniela Monacelli¹, Maria Grazia Pazienza²,
Chiara Rapallini²⁻³*

1. Scelte di finanziamento: le peculiarità degli enti pubblici

Le gestione finanziaria di un ente pubblico riguarda le risorse dei cittadini che, contrariamente agli azionisti di una società privata, non scelgono di affidarle all'amministrazione ma sono obbligati a farlo dalla potestà impositiva dell'ente disponendo di minori facoltà di *exit*. La necessità di predisporre adeguati presidi normativi per disincentivare comportamenti devianti degli amministratori e per garantire strumenti per l'esercizio del diritto di verifica e controllo assume in questo caso una valenza centrale. Per questi motivi il processo decisionale di allocazione delle risorse è sottoposto per gli enti del settore pubblico anche a un passaggio autorizzativo (la redazione del bilancio di previsione) su cui operano vincoli *ex ante*. Per quanto concerne l'indebitamento, l'assetto normativo dovrebbe vincolare gli enti a comportamenti avversi al rischio. L'indebitamento, anticipando flussi di cassa che la collettività dovrà restituire nel tempo,

1 Banca d'Italia, Servizio Rapporti con il Tesoro. Le opinioni espresse nel lavoro sono esclusivamente degli autori e non coinvolgono l'Istituto di appartenenza.

2 Dipartimento di Studi sullo Stato, Università degli Studi di Firenze.

3 Gli autori desiderano ringraziare Litterio Miranda, per la collaborazione nella costruzione della base dati utilizzata per le simulazioni, e Carlo Calandrini, per gli spunti di riflessione sulla questione della contabilizzazione nei bilanci pubblici delle operazioni in derivati. La responsabilità per eventuali errori od omissioni naturalmente è solo nostra.

incorpora un incentivo per l'amministrazione in carica all'assunzione di rischi a cui essa non sarà verosimilmente soggetta. Trattandosi di passività che hanno durata medio-lunga, difficilmente l'amministrazione che assume la decisione di indebitamento è destinata a fronteggiare il risultato dell'operazione, a causa dei vincoli di rinnovo del mandato elettorale. Anche se così fosse, peraltro, essa non è facilmente soggetta alla sanzione del mercato e raramente è giudicata dai cittadini sulla base del risultato economico delle operazioni di indebitamento⁴, dovendo, di fatto, sottostare a sanzioni amministrative nel caso di irregolarità nelle singole operazioni e solo in caso si dimostri l'esistenza di un c.d. danno erariale. In sintesi, l'amministrazione dell'ente, quando si indebita, ha un incentivo a porre in atto comportamenti di *rent seeking*, scaricando gli oneri sui futuri amministratori⁵; non ha alcun interesse ad eseguire operazioni di risparmio di costi o di riduzione del rischio di cui godrebbero in seguito altre amministrazioni; può addirittura trovare conveniente adottare scelte rischiose purché consentano di anticipare risorse da impiegare per finanziare i servizi durante il proprio mandato. Per queste ragioni la questione dello sfasamento tra durata dell'esposizione debitoria e mandato elettorale è uno dei temi centrali che dovrebbe essere affrontata dal *design* delle regole.

La specificità del contesto in cui gli enti pubblici prendono le decisioni di indebitamento può rendere non praticabili (o in conflitto con altre finalità) alcune soluzioni che pure apparirebbero efficienti sotto il profilo della gestione puramente finanziaria. Il tema emerso con più risonanza sulla stampa e posto all'attenzione dell'opinione pubblica negli ultimi anni è stato quello della caduta dei prezzi di mercato di alcuni contratti derivati sottoscritti dagli Enti locali e quindi dell'esistenza di perdite potenziali che si sarebbero potute realizzare con la rescissione dei contratti.

In realtà dal dibattito sull'uso dei derivati nella finanza locale è emersa l'esigenza di affrontare una molteplicità di questioni che appaiono tra loro strettamente collegate: *a)* il problema della definizione di tipologie, finalità e modalità ammissibili per le operazioni in derivati da parte degli Enti locali, tali da mantenere la validità dei vincoli posti all'indebitamento sottostante; *b)* le difficoltà di valutare la convenienza e i rischi connessi alla sottoscrizione di contratti derivati; *c)* l'incapacità di registrare adeguata-

4 Sulla questione degli incentivi del mercato alla disciplina fiscale si rimanda a Balassone *et al* (2004a), che concludono che "*financial market discipline does not provide an adequate fall-back solution in case of rule failure*" (p. 28); cfr. anche Balassone e Franco (2000), che commentando sulla possibile applicazione di una golden rule al livello di UME, ricordano "... *the possibility of borrowing, without strict limits, in order to finance investments can lower the attention paid when evaluating the costs and benefits of each project. Contrary to what happens in the private sector, there would be no mechanism to penalise public institutions investing in low-revenue projects*" (p. 12).

5 Sul *moral hazard* implicito in situazioni in cui convivono trasferimenti verticali e possibilità di accesso al credito per gli Enti locali si veda Rodden (2006).

mente nell'attuale sistema di contabilità pubblica gli effetti delle corrispondenti operazioni; *d*) le relazioni tra ricorso a questi strumenti e regole di bilancio adottate, in particolare, dal Patto di Stabilità Interno e, più in generale, i riflessi derivanti dall'utilizzo di questi strumenti sulla solidità dei conti degli enti.

Nel lavoro, ci si interroga sul ruolo che gli strumenti derivati possono svolgere nella gestione del debito degli Enti locali, tenendo conto dell'evoluzione del quadro di finanza pubblica e della regolamentazione. Nel paragrafo 2 si illustra la difficile convivenza tra autonomia finanziaria degli Enti locali e disciplina fiscale, che ha visto alterne vicende. Il paragrafo 3 ripercorre l'evoluzione normativa relativa alle possibilità d'indebitamento degli Enti locali, disciplina che ha continuamente oscillato tra responsabilizzazione e rigida regolamentazione. Il paragrafo 4 descrive il meccanismo di funzionamento dei derivati a fini di ristrutturazione del debito, cercando di individuare pro e contro del loro utilizzo da parte degli Enti locali e strumenti per valutarne l'impatto. Il paragrafo 5 illustra sinteticamente l'evoluzione del Patto di stabilità interno (PSI) con riferimento agli aspetti delle scelte di finanziamento degli enti che si riflettono sul saldo da esso preso a riferimento. Il paragrafo 6, infine, affronta le questioni sollevate dal ricorso ai derivati per la contabilità pubblica, sulla quale la misurazione della *compliance* del PSI fa affidamento.

2. Orientamenti in materia di autonomia finanziaria degli enti decentrati e controllo della finanza pubblica

Gli anni Novanta segnano per la finanza pubblica italiana un passaggio importante. Sono gli anni in cui si avvia il processo di graduale potenziamento dell'autonomia degli enti decentrati, in risposta a spinte politico-sociali sempre più pressanti, ma nello stesso tempo sono gli anni del risanamento e dell'entrata nell'Unione Monetaria Europea (UME), con il suo sistema di sorveglianza multilaterale delle finanze pubbliche basato su regole sovranazionali⁶. Si tratta di due direttrici di cambiamento la cui tensione è destinata a divenire sempre più evidente negli anni successivi⁷. Sul fronte dell'autonomia degli enti decentrati, si assiste a un progressivo trasferimento di funzioni dal centro alla periferia. Questa tendenza porta a rivedere il modello di finanza derivata adottato dagli anni Settanta e, dalla seconda metà degli anni Novanta, ad avviare una fase di maggiore responsabilizzazione degli amministratori (ad es. attraverso l'elezione diretta dei sindaci) e di più generale apertura al mercato (testimoniata da un

⁶ Per una descrizione dei meccanismi delle regole si rimanda a Balassone e Monacelli (1999) e Brunila *et al.* (2001).

⁷ Sul tema si veda, ad esempio, Balassone e Franco (2001a).

ampio ricorso alle privatizzazioni e esternalizzazioni di servizi). Si accresce nel contempo l'autonomia finanziaria degli Enti locali, riconoscendo loro margini di autonomia impositiva (si pensi all'introduzione dell'ICI e dell'addizionale all'Irpef) e concedendo la possibilità di un ricorso diretto al mercato per il finanziamento con debito.

Sul fronte della disciplina fiscale, l'adesione all'UME richiede di conformarsi a vincoli sovranazionali che impongono regole su saldi e debito estese al complesso delle Amministrazioni pubbliche. Il nuovo contesto necessita di forme di coordinamento tra livelli di governo che dal 1999, in linea con l'esperienza di altri paesi, portano l'Italia ad adottare soluzioni per coinvolgere le Amministrazioni locali nel perseguimento degli equilibri della finanza pubblica complessiva (Patto di stabilità interno e Patto per la salute).

Il Patto di stabilità interno, in particolare, declina a livello decentrato gli impegni presi in ambito europeo con una regola di bilancio che sarà più volte modificata nel corso degli anni. Le analisi sul funzionamento di questa regola di bilancio sono numerose e articolate⁸ ma, come più volte ricordato⁹, una valutazione sintetica è difficile, sia perché negli oltre dieci anni della sua adozione la regola¹⁰ è stata cambiata quasi annualmente, sia perché le fonti di informazione ufficiale sul suo rispetto o non rispetto da parte delle amministrazioni locali sono state particolarmente lacunose, soprattutto nei primi anni. Esiste però un certo consenso¹¹ sul fatto che gli amministratori locali abbiano cercato di ottemperare alla regola in due modi: da un lato, mantenendo la spesa corrente su un percorso di crescita continuo e comprimendo contemporaneamente la spesa in conto capitale; dall'altra, individuando modalità di finanziamento alternative, sia per la spesa per investimenti, sia per quella corrente.

In generale, l'analisi degli effetti del PSI sui principali aggregati di bilancio delle amministrazioni locali deve tener conto che queste godono di gradi di autonomia dal lato delle entrate che, sebbene accresciuti rispetto agli inizi degli anni Novanta, sono rimasti piuttosto contenuti e che la spesa corrente presenta degli elementi di rigidità che quella in conto capitale non ha. La Tab. 1 mostra per i Comuni che una quota ancora rilevante, e mai inferiore al 32 per cento, delle entrate correnti è assicurata da trasferimenti dal bilancio dello Stato. Si può inoltre notare che il ruolo delle imposte nel finanziamento delle amministrazioni locali è sempre cresciuto, dal 1998 al 2007, per poi ridursi significativamente a seguito dei provvedimenti di erosione della base ICI.

8 Tra i molti si ricordano Balassone *et al.* (2001a, 2001b, 2001c); Bosi *et al.* (2003); Giarda e Goretti (2001). Per un'analisi comparativo sul debito in Europa cfr. Dafflon (2002 e 2010) e Gastaldi e Giuriato (2009).

9 Patrizii *et al.* (2006), Brugnano *et al.* (2009).

10 Ulteriori dettagli sulle regole annuali del PSI sono riportati nel paragrafo 5.

11 Rapporto ISAE (2007).

Tab. 1: Entrate delle Amministrazioni locali

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Totale entrate correnti | 87 | 85 | 85 | 84 | 85 | 86 | 85 | 86 | 87 | 85 | 87 |
| di cui: Imposte dirette ed indirette | 33 | 34 | 34 | 34 | 36 | 37 | 37 | 36 | 35 | 38 | 31 |
| di cui: Trasferimenti da enti pubblici | 42 | 39 | 37 | 39 | 35 | 35 | 35 | 35 | 37 | 32 | 41 |
| Totale entrate in conto capitale | 13 | 15 | 15 | 16 | 15 | 14 | 15 | 14 | 13 | 15 | 13 |
| di cui: Contributi agli investimenti enti pubblici | 92 | 91 | 91 | 91 | 92 | 93 | 86 | 88 | 92 | 90 | 90 |
| Totale entrate | 100 |

Fonte: elaborazioni degli autori su dati Istat, anni vari. Note: composizione %, totale entrate=100.

La Tab. 2 illustra la dinamica del totale della spesa delle amministrazioni comunali adottando il 1998 come anno base. In generale si può notare che dal 1998 al 2008 il totale delle uscite è aumentato del 49 per cento; la componente in conto corrente è cresciuta del 52 per cento, mentre l'incremento per quella in conto capitale è stato pari al 39 per cento¹². Della spesa corrente, la voce relativa agli interessi passivi è diminuita costantemente dal 1998 al 2005, per poi ricrescere in linea con l'andamento dei tassi di interesse (Fig. 1).

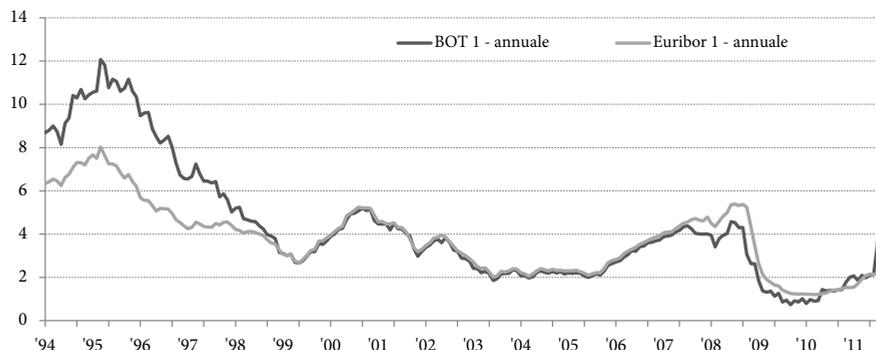
Tab. 2 : Spese delle Amministrazioni locali

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Totale uscite correnti | 100 | 106 | 107 | 116 | 119 | 124 | 130 | 133 | 137 | 141 | 152 |
| di cui: Interessi passivi | 100 | 93 | 84 | 92 | 86 | 84 | 68 | 64 | 70 | 86 | 92 |
| Totale uscite in conto capitale | 100 | 107 | 111 | 119 | 130 | 137 | 154 | 141 | 141 | 148 | 139 |
| di cui: Investimenti fissi lordi | 100 | 105 | 108 | 119 | 124 | 133 | 148 | 136 | 135 | 141 | 134 |
| Totale uscite | 100 | 106 | 108 | 117 | 122 | 128 | 136 | 135 | 138 | 143 | 149 |

Fonte: elaborazioni degli autori su dati Istat, anni vari. Note: tasso di crescita 1998=100.

Guardando alla spesa in conto capitale, i Comuni hanno sostenuto una spesa per investimenti fissi lordi costantemente crescente fino a tutto il 2004, mentre l'andamento successivo è più oscillante. Come si vedrà nel paragrafo 5 analizzando il dettaglio di alcune voci incluse ed escluse dal saldo rilevante per il PSI, una parziale spiegazione di questo andamento sta nella modifica della regola di bilancio adottata per il 2005 e per gli anni successivi.

¹² Si noti che negli otto anni precedenti, dal 1990 al 1998, le spese correnti e quelle in conto capitale avevano registrato tassi di crescita molto simili tra loro.

Fig. 1: Andamento dei tassi d'interesse: 1994-2011

Fonte: European Central Bank e Banca d'Italia. Note: punti percentuali.

Considerando che negli anni qui analizzati il risanamento della finanza pubblica¹³ ha richiesto tagli ai trasferimenti statali, e tenendo conto della limitata autonomia tributaria degli Enti locali, si può capire perché questi siano stati indotti non solo a rivedere le proprie decisioni di spesa, ma a riservare un'attenzione crescente alle scelte di finanziamento, investendo anche nella gestione del debito e aprendosi all'utilizzo di strumenti innovativi.

Le condizioni e le modalità dell'indebitamento degli Enti locali si presentano quindi come un aspetto rilevante per lo studio della finanza locale italiana degli ultimi due decenni. Come vedremo nel prossimo paragrafo, l'assetto normativo vigente fino agli anni Novanta, oltre a vincolare l'accesso all'indebitamento quantitativamente, ritagliava per l'ente uno scenario di sostanziale assenza d'incertezza. Alla fine del decennio gli enti sono stati invece chiamati repentinamente a prendere vere e proprie decisioni di finanziamento, esponendosi ai rischi di mercato come qualunque operatore privato. Da allora la dimensione del debito delle Amministrazioni locali è gradualmente aumentata, pur mantenendo un peso limitato sulla consistenza del debito pubblico (Fig. 2).

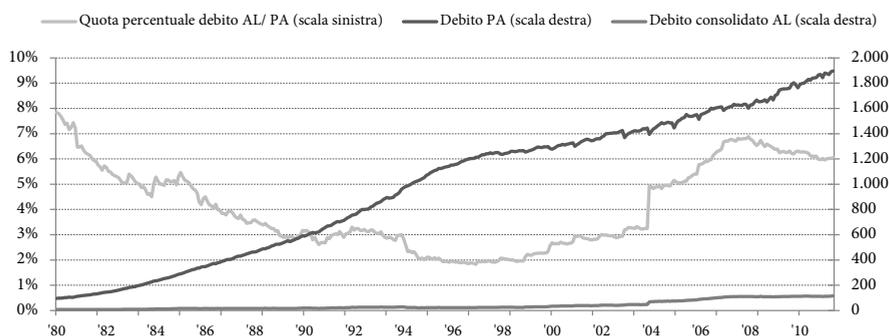
Nella fase iniziale di apertura al mercato dei primi anni Duemila, l'ottica della normativa in materia di finanziamento degli enti decentrati è quella di favorire una gestione attiva che miri a contenere gli oneri del debito, traendo vantaggio, come avviene per lo Stato, dalla riduzione dei tassi¹⁴. Data la composizione delle passività iniziali, del tutto sbilanciata verso il

¹³ Sul risanamento dei conti pubblici si rimanda a Balassone *et al.* (2008) e Balassone *et al.* (2003).

¹⁴ Sugli obiettivi della gestione del debito pubblico e sugli effetti che sulla gestione può esercitare l'introduzione di regole fiscali, si rimanda a Balassone *et al.* (2004b). Per una descrizione dell'approccio italiano alla gestione del debito dall'entrata nell'UME si veda Canata *et al.* (2004).

tasso fisso, le operazioni effettuate dagli enti rimodulano il debito verso i tassi variabili. A livello centrale si favorisce l'utilizzo di strumenti innovativi, per agevolare la ristrutturazioni del debito che ne riducano l'onere in presenza di tassi d'interesse in calo, ma tenta nel contempo di arginare tali operazioni entro il contesto istituzionale in cui è tenuto ad operare un ente pubblico mantenendo il coordinamento dell'accesso al mercato dei capitali (affidato dalla legge al MEF).

Fig. 2: Debito consolidato delle Amministrazioni locali e delle Amministrazioni pubbliche e sua composizione



Fonte: Elaborazioni su base informativa pubblica della Banca d'Italia. Si ricorda che nel 2003 la serie del debito delle Amministrazioni locali presenta una discontinuità dovuta alla trasformazione della Cassa Depositi e Prestiti in spa, con la riclassificazione della corrispondente esposizione debitoria verso gli Istituti di credito. Note: miliardi di euro e punti percentuali.

In questa fase si sono sottovalutati alcuni fattori:

- 1) l'effetto combinato della riduzione dei trasferimenti, dell'assenza di un'adeguata autonomia tributaria e della maggiore flessibilità concessa sul fronte dell'indebitamento, che ha generato un incentivo a comportamenti opportunistici da parte degli enti mirati principalmente a "fare cassa";
- 2) le oggettive difficoltà per alcune categorie di enti (tipicamente quelli di minore dimensione) a recuperare le competenze necessarie per attivare una vera e propria gestione del debito;
- 3) le possibili interazioni tra regole di bilancio adottate per gli Enti locali (il Patto di stabilità interno) e modalità di contabilizzazione delle forme di finanziamento innovative, che possono aver incentivato comportamenti non virtuosi rispetto agli obiettivi di finanza pubblica.

Dal 2006 si assiste a un brusco cambiamento di orientamento del legislatore che, nel tentativo di evitare una perdita di controllo sul ricorso ai derivati, introduce limitazioni e obblighi informativi crescenti. Le difficoltà di conseguire una chiara mappatura dei mutamenti in atto nella compagine

decentrata del debito non sono tuttavia di facile risoluzione. Com'era già avvenuto negli anni Ottanta nel campo della tassazione, la normativa si trova a rincorrere il fenomeno dell'innovazione finanziaria, per sua natura molto rapido e reattivo a qualunque vincolo regolamentare. All'iniziale obiettivo di migliorare la gestione delle passività traendo vantaggio dall'andamento dei tassi d'interesse, si sostituisce l'esigenza del regolatore di conoscere l'entità e i comportamenti delle scelte di indebitamento degli enti¹⁵, visto che i guadagni da ristrutturazione del debito si andavano via via esaurendo.

Con lo scoppio della crisi finanziaria, la preoccupazione per un'eccessiva esposizione degli enti assume la priorità. Nella consapevolezza che la normativa necessita di una rivisitazione, anche nei dettagli tecnici, si vieta dal 2008 la sottoscrizione di nuovi contratti derivati, rimandando a un regolamento, da stilare sentite Banca d'Italia e Consob, che è ancora in corso di definizione. Dalla bozza (sottoposta a consultazione pubblica già dal 2009) si rileva una forte attenzione per la trasparenza di queste operazioni e per gli obblighi di informativa da parte dell'intermediario all'ente e da parte dell'ente al Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF). L'attuale contesto di debolezza delle finanze pubbliche nazionali e gli attacchi ai debiti sovrani dei paesi più deboli modifica ulteriormente la prospettiva del governo centrale; diviene prioritario attuare una politica di restrizione sul fronte dei saldi e assicurare uno stretto controllo della dinamica del debito pubblico di fronte ai potenziali costi che rischiano di scaturire da un utilizzo imprudente o improprio della finanza innovativa. In questa fase, i vantaggi del ricorso a questi strumenti scendono, pertanto, in secondo piano.

3. L'evoluzione della normativa sul debito

Fino agli inizi degli anni Novanta la contrazione di prestiti da parte degli Enti locali era vincolata sotto tutti i punti di vista: a) la *ragione* dell'indebitamento, b) l'*ammontare* assoluto, c) la *modalità* tecnica e i *soggetti* con cui operare (la Cassa Depositi e Prestiti). In questa fase di elevata regolazione, gli oneri del servizio del debito erano sostanzialmente a tasso fisso e so-

¹⁵ Il tema è stato oggetto in varie circostanze dell'attività parlamentare. Dopo le audizioni di Siniscalco innanzi alla Commissione Programmazione economica e bilancio del Senato tenutesi nel corso del 2004 in materia di "effetti e tecniche di controllo dell'andamento del debito degli enti decentrati", l'attenzione del Parlamento si focalizza sul tema dei derivati nel 2007 con un giro di Audizioni presso la Commissione Finanze della Camera sulle "problematiche concernenti il collocamento di strumenti finanziari derivati". Solo nel corso del 2009, tuttavia, la 6ª Commissione (Finanze e Tesoro) conduce una "*Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche Amministrazioni*" (si vedano, in particolare, le Audizioni dell'allora Sottosegretario Vegas, della Corte dei Conti, della Banca d'Italia, della Consob, dell'ABI).

stenuti direttamente dallo Stato: la pressoché totale assenza d'incertezza disegnava un sistema in cui erano dunque molto limitati gli incentivi per l'Ente¹⁶ ad una efficiente gestione delle risorse.

a) Per quanto riguarda le *ragioni* dell'emissione, va sottolineato che per gli Enti locali la possibilità di contrarre debito ha sempre seguito la logica della *golden rule*¹⁷ ed è stata dunque confinata in linea generale agli investimenti (erano previste deroghe, prevalentemente collegate al ripiano dei disavanzi sanitari o del trasporto pubblico locale). Nel 2001, con la modifica del Titolo V, tale principio diventa costituzionale (articolo 119) e dunque non modificabile¹⁸, richiedendo una specificazione (avvenuta con la L. 350/2003) delle operazioni d'indebitamento (mutui, emissione di prestiti obbligazionari, cartolarizzazioni¹⁹, cessione di crediti con altre amministrazioni, apertura di credito e *upfront*²⁰) e di quelle che costituiscono investimento²¹.

b) Alla previsione di un esplicito collegamento tra debito e spese per in-

16 Secondo Sciandra (2008): “*il tasso pressoché costante unito al fatto che lo Stato rimborsava la maggior parte dei mutui stessi rendeva immune l'ente da qualsiasi tipo di rischio, deresponsabilizzando di fatto le amministrazioni che non erano pertanto tenute alla 'gestione' del proprio indebitamento*” (pag. 100). L'Ispettorato Generale di Finanza (IGF) del Ministero dell'Economia e delle finanze ha inoltre rilevato che la gestione dell'indebitamento in questa fase di deresponsabilizzazione era particolarmente inefficiente, tanto che venivano pagati interessi su mutui non effettivamente utilizzati dagli enti (cfr. IGF, 2009).

17 Nell'articolato dibattito sulle regole di bilancio, il vincolo tra investimenti ed emissione di nuovo debito è largamente accettato per i livelli inferiori di governo, anche in relazione all'equità intergenerazionale così come evidenziato da Musgrave (1989). Come sottolineato da Bardozzetti *et al.* (2008), la *golden rule* prevederebbe una relazione tra investimenti netti e nuovo indebitamento, mentre dalla lettura delle norme il riferimento è all'investimento lordo.

18 L'articolo 119 esclude, inoltre, esplicitamente la garanzia statale per il debito contratto dagli Enti locali.

19 La cartolarizzazione converte crediti o altre attività in strumenti finanziari più facilmente collocabili sui mercati: le attività, spesso il patrimonio immobiliare, sono trasferite ad una società che si finanzia attraverso l'emissione di titoli o mediante finanziamenti acquisiti da terzi e l'importo raccolto con tali operazioni costituisce il prezzo iniziale versato all'ente. La società dovrà poi versare un importo a saldo pari alla differenza tra il ricavato delle operazioni di vendita e le spese. In ambito Eurostat si sono delineati i confini tra cartolarizzazioni che configurano operazioni di gestione dell'attivo patrimoniale o di indebitamento. In particolare, la L. 350/2003, riprendendo le indicazioni europee, qualifica come debito una operazione di cartolarizzazione non collegata a un'attività già presente nel bilancio e per cui il corrispettivo pagato dall'acquirente sia troppo lontano (inferiore all'85 per cento) dal prezzo di mercato.

20 Le aperture di credito sono regolate dalla L. 311/2004, mentre la L. 296/2006 ha ampliato l'ambito delle cartolarizzazioni che possono essere incluse nella nozione di debito. Con la L. 203/2008 anche l'*upfront*, l'anticipo incassato su alcune tipologie di contratti derivati, viene definito debito dell'ente.

21 Fanno parte dell'elenco delle operazioni qualificabili come investimento gli acquisti di beni materiali e immateriali, le partecipazioni azionarie, i conferimenti di capitale e i trasferimenti in conto capitale ad altri soggetti pubblici – od operanti nei servizi pubblici – finalizzati ad attività di investimento. Il divieto di utilizzare le risorse per la spesa corrente ha determinato il divieto dell'utilizzo dell'indebitamento per il ripiano delle perdite, anche se fuori bilancio.

vestimento si aggiunge un *limite massimo* al ricorso al debito relativo al rapporto tra entrate del bilancio e ammontare degli interessi passivi²². L'articolo 204 del Testo Unico degli locali (L. 267 /2000) stabilisce che "l'Ente locale può assumere nuovi mutui e accedere ad altre forme di finanziamento reperibili sul mercato solo se l'importo annuale degli interessi sommato a quello dei mutui precedentemente contratti, a quello dei prestiti obbligazionari precedentemente emessi, a quello delle aperture di credito stipulate ed a quello derivante da garanzie prestate ai sensi dell'articolo 207, al netto dei contributi statali e regionali in conto interessi, non supera il 15 per cento delle entrate relative ai primi tre titoli delle entrate del rendiconto del penultimo anno precedente quello in cui viene prevista l'assunzione dei mutui". Tale limite, che è stato pari al 25 per cento fino al 2004, è stato reso temporaneamente più stringente dalla Legge di stabilità per il 2011, che lo riduce all'8 per cento fino al 2013. Questo vincolo, che nella lunga fase di tassi decrescenti non appariva particolarmente stringente, è divenuto problematico sia per la natura delle voci coinvolte, sia perché è stato oggetto di numerose revisioni nei valori numerici²³.

c) L'unica *forma ammessa per l'indebitamento* è stata per lungo tempo il mutuo che poteva essere contratto inizialmente solo con la Cassa Depositi e Prestiti²⁴. Anche con l'allargamento dei soggetti erogatori, il contratto di mutuo è stato analiticamente regolamentato in relazione alla durata (limite minimo progressivamente accorciato nel tempo), allo *spread* massimo e alle caratteristiche delle rate, che devono obbligatoriamente comprendere quota capitale e quota interessi e non essere posticipate per più di due esercizi rispetto all'inizio del contratto.

Nel corso degli anni Novanta, in coerenza con il riconoscimento di una

22 Oltre al limite numerico devono essere rispettati una serie di altri requisiti di documentazione (cfr. RGS, 2011):

- approvazione del rendiconto dell'esercizio del penultimo anno precedente;
- deliberazione del bilancio annuale nel quale siano incluse le relative previsioni;
- redazione del piano economico-finanziario finalizzato ad accertare l'equilibrio economico e finanziario dell'investimento e della relativa gestione;
- possibilità di utilizzare il mutuo sulla base della documentazione sullo stato di avanzamento lavori.

23 Nigro (2001), in particolare, mette in evidenza che tra le voci delle entrate vanno inclusi i trasferimenti erariali, che non sono sotto il controllo dell'ente e che l'incisività del vincolo dipende tra l'altro dal metodo di ammortamento prescelto e dalla composizione del debito pregresso tra tasso fisso e variabile. Bardozzetti *et al.* (2008) sottolineano, invece, l'inopportunità di vincoli fortemente differenziati per livelli di governo (ad esempio, per Regioni e Province) e al contrario indifferenziati per l'ampia platea dei Comuni, fortemente disomogenei per dimensione, capacità gestionale e necessità di spesa.

24 La Cassa Depositi e Prestiti (CDP), presente già all'Unità d'Italia, è stata per lungo tempo l'unico veicolo di distribuzione di risorse per gli investimenti. Fino ai primi anni Novanta, i mutui con il sistema bancario potevano essere ottenuti solo per carenza di disponibilità della CDP. Profondamente riformata alla fine degli anni Novanta, la CDP ha progressivamente adeguato le procedure e gli *spread* a quelle del mondo bancario (superando la fase della regolamentazione amministrativa dei tassi). Si veda Nigro (2001).

maggiore autonomia agli enti, si è ulteriormente ampliata la gamma delle fonti di finanziamento. La L. 142/90, infatti, ha riaperto agli Enti locali la possibilità di emettere *titoli obbligazionari*, anche se l'*iter* dei provvedimenti attuativi ha permesso le prime emissioni solo dal 1996²⁵ e l'attuale assetto della normativa e del mercato non appare ancora stabile. Anche per le emissioni obbligazionarie la regolazione è stata, sin dall'inizio, piuttosto stringente: è stato previsto, oltre al vincolo che lega l'emissione a una spesa per investimento (rafforzato, tanto che la sua violazione può determinare la nullità dell'atto), anche un tetto alle spese di emissione dell'intermediario (0,5 per cento) e allo *spread* (che non può superare l'1 per cento del rendimento dei titoli di Stato emessi il mese precedente). Nella formulazione iniziale era esteso anche a questo strumento il vincolo di ammortamento con quote interessi e capitale (metodo *amortizing*) nel chiaro intento di limitare l'incentivo a scaricare sui bilanci futuri l'intero costo della restituzione del debito. Di fronte a un'espansione piuttosto timida del mercato dei titoli degli enti decentrati, ritenendo che il mercato fosse più abituato alla modalità *bullet* (restituzione in unica rata finale del capitale) tipica dei titoli di Stato in circolazione, questa modalità²⁶ venne ammessa anche per gli Enti locali. Ancora una volta, tuttavia, insieme al riconoscimento dell'autonomia di scelta degli enti in questo campo, si aggiunsero nuovi paletti per limitare gli incentivi a scaricare il costo del debito sulle annualità future, prevedendo l'obbligo di accantonare in apposito fondo (*sinking fund*) presso intermediari specializzati le quote di restituzione del debito o, in alternativa, di sottoscrivere un contratto derivato, in modo da rendere equivalente il profilo *bullet*, eventualmente scelto, con un profilo *amortizing*.

In realtà si è successivamente constatato che l'introduzione della modalità *bullet* non è stata sufficiente a dare spessore al mercato: da un lato, la costituzione del fondo di ammortamento esterno appariva fonte di ulteriori costi, anche in relazione alla necessità di rivolgersi a un intermediario specializzato; dall'altro, la sottoscrizione degli *swap* ha dato luogo all'assunzione di elevati profili di rischio, senza che vi fosse sempre una completa consapevolezza degli enti che li avevano sottoscritti. Per questo, con la L. 133/2008, è stato reintrodotta l'obbligo di adottare un profilo *amortizing* per le emissioni obbligazionarie.

La Tab. 3 mostra l'andamento complessivo del debito lordo dei Comuni e

25 I titoli obbligazionari degli Enti locali avevano una importanza considerevole già nelle prime fasi dell'Unità Nazionale. Si veda a questo proposito Della Torre (2009). I riferimenti normativi fondamentali che hanno regolato l'emissione sono la L.724/94 e i Decreti ministeriali 152 e 420 del 1996. Nel caso delle Regioni, la normativa quadro era già stata delineata nel 1970.

26 Si tratta della versione originaria dell'articolo 41 della L. 448/2001 che ha rimosso anche l'obbligo di emissione alla pari. Tra gli altri trattamenti di favore va ricordato il fatto che gli enti territoriali possono trattenere il gettito dell'imposta sostitutiva relativa ai titoli emessi.

la proporzione tra mutui e titoli. Il debito complessivo è aumentato considerevolmente nel periodo tra il 1998 e il 2010, grazie anche alla componente dei titoli, che rappresenta attualmente un quinto dell'esposizione complessiva ed è arrivata a pesare per un quarto del totale.

Tab. 3: Andamento e composizione dello stock di debito dei Comuni

| | Milioni di Euro | | | Numeri indici (1998=100) | | Quota Percentuale | |
|------|-----------------|--------|--|-----------------------------|--|-------------------|--|
| | Debito Lordo | Titoli | Prestiti di Banche, Fondi Monetari e CDP spa | Titoli | Prestiti di Banche, Fondi Monetari e CDP spa | Titoli | Prestiti di Banche, Fondi Monetari e CDP spa |
| 1998 | 10.845 | 870 | 9.880 | 100 | 100 | 8% | 91% |
| 1999 | 11.692 | 1.500 | 10.095 | 172 | 102 | 13% | 86% |
| 2000 | 14.401 | 1.902 | 12.390 | 219 | 125 | 13% | 86% |
| 2001 | 14.634 | 2.366 | 12.146 | 272 | 123 | 16% | 83% |
| 2002 | 15.391 | 2.922 | 12.159 | 336 | 123 | 19% | 79% |
| 2003 | 33.342 | 3.839 | 28.718 | 441 | 291 | 12% | 86% |
| 2004 | 35.313 | 5.866 | 28.729 | 674 | 291 | 17% | 81% |
| 2005 | 40.845 | 10.219 | 29.865 | 1175 | 302 | 25% | 73% |
| 2006 | 45.391 | 11.202 | 33.521 | 1288 | 339 | 25% | 74% |
| 2007 | 46.635 | 11.005 | 35.186 | 1265 | 356 | 24% | 75% |
| 2008 | 47.585 | 11.197 | 35.970 | 1287 | 364 | 24% | 76% |
| 2009 | 48.381 | 10.566 | 37.434 | 1215 | 379 | 22% | 77% |
| 2010 | 48.934 | 10.177 | 38.377 | 1170 | 388 | 21% | 78% |

Fonte: Banca d'Italia (2011).

Il profilo delle emissioni di titoli obbligazionari e della proporzione di emissioni a tasso fisso sono evidenziati nella Tab. 4. Si può verificare che, con l'eccezione del 2005²⁷ il numero di emissioni e i flussi annuali sono stati modesti se rapportati all'ammontare di mutui contratti e che sono in via generale prevalse le emissioni a tasso variabile, vista la costante discesa registrata sui mercati per il costo del debito. Le minori emissioni successive al 2005 sono da ricollegare in parte a una variazione del meccanismo della retrocessione delle ritenute sugli interessi dei titoli, che può aver mutato anche sostanzialmente il contributo statale all'abbattimento del costo del debito²⁸.

27 Il dato del 2005 è da ricollegare anche alla serie di provvedimenti che hanno spinto sin dal 2001 gli enti a procedere a emissioni obbligazionarie per riconvertire mutui a tasso fisso elevato. Le norme hanno inizialmente autorizzato (e con la finanziaria per il 2005, L. 311/2004, *obbligato*) gli enti a procedere alla emissione di titoli per l'estinzione di mutui con oneri finanziari a carico dello Stato. Anche in questo caso, ad una iniziale autonomia conferita agli enti per le modalità di contrattazione è seguita una fase di restrizione, fino a prevedere che le ricontrattazioni di mutui con oneri a carico del bilancio dello Stato fossero gestite direttamente dal MEF.

28 Sino al 2005 gli enti che emettevano titoli obbligazionari godevano – a titolo di incentivo volto a far diminuire il costo dell'indebitamento – di una retrocessione del 50 per cento dell'imposta sostitutiva calcolata sull'intero monte-interessi del relativo prestito. A partire dal 2006 (L. 266/2005) la norma prevede una retrocessione del 100 per cento ma limitata

Tab. 4: Emissioni di titoli obbligazionari comunali (BOC)

| | Emissioni | | Quota emissioni a tasso fisso | |
|-------|-----------|-----------------------------|-------------------------------|------------|
| | Numero | Ammontare (milioni di euro) | per Ammontare | per Numero |
| 1996 | 5 | 217 | 72,8% | 40,0% |
| 1997 | 37 | 236 | 0,9% | 2,7% |
| 1998 | 80 | 489 | 10,8% | 15,0% |
| 1999 | 81 | 684 | 26,8% | 16,1% |
| 2000 | 96 | 521 | 48,5% | 9,4% |
| 2001 | 114 | 601 | 16,7% | 8,8% |
| 2002 | 132 | 696 | 3,2% | 10,6% |
| 2003 | 136 | 1.455 | 72,1% | 44,8% |
| 2004 | 185 | 1.852 | 66,7% | 27,0% |
| 2005 | 391 | 4.645 | 71,9% | 44,8% |
| 2006 | 218 | 1.368 | 47,8% | 57,3% |
| 2007 | 73 | 219 | 48,9% | 49,3% |
| 2008 | 66 | 580 | 88,8% | 66,7% |
| 2009* | 9 | 16 | 77,8% | 55,6% |

Fonte: Banca dati IFEL. Note: *il dato del 2009 si riferisce solo ai mesi di gennaio-maggio.

Allo stato attuale, le emissioni obbligazionarie non sembrano ancora essere decollate come strumento di raccolta dei fondi per l'attività di investimento, essendo venuta meno sostanzialmente la liquidità dei titoli ed essendo le emissioni in alcune fasi fortemente collegate alla ristrutturazione di mutui preesistenti.

Su questa situazione dell'esposizione debitoria degli enti la normativa innesta l'obbligo, in alcune situazioni, di stipulare contratti derivati (in particolare nei casi di emissioni obbligazionarie in valuta estera o nella tipologia *bullet*). Un'ulteriore spinta al ricorso a questi strumenti viene impressa poi dal già citato articolo 41 della L. 488/2001, che consente agli enti la conversione in titoli obbligazionari di nuova emissione dei mutui contratti dopo il 1996, ovvero la loro rinegoziazione, condizionatamente al conseguimento di una riduzione del valore finanziario della passività a carico degli enti. Nell'immediato, tuttavia, nulla si dice esplicitamente su ciò che può o non può essere fatto con gli strumenti di finanza innovativa, in attesa di una regolamentazione più puntuale che arriverà solo alla fine del 2003. L'indeterminatezza normativa ha dato luogo ad una estrema varietà di tipologie di operazioni che, in alcuni casi, hanno configurato l'assunzione di rischi eccessivi se non di *moral hazard* per gli amministratori politici in carica. L'entità del fenomeno sembra assumere immediatamente rilevanza, come emerge dalle analisi condotte dalla Corte dei Conti (2005):

alle ritenute effettivamente riscosse. Diviene dunque rilevante la tipologia dei sottoscrittori dei titoli perché in caso gli interessi siano riscossi da soggetti che non subiscono la ritenuta (c.d. lordisti) nessuna ritenuta viene retrocessa agli enti. La retrocessione degli interessi è inoltre esclusa per i collocamenti "a fermo", ovvero in quei casi in cui siano gli intermediari ad acquisire inizialmente i titoli.

“la rincorsa agli strumenti derivati ... , nei casi in cui rappresenta una scelta necessitata, a causa di una ricorrente crisi di liquidità o per l'eccessivo costo del debito tradizionale che si vuole in ogni modo ridurre, proprio allora include maggiori rischi. I quali ... rappresentano un'alea accettabile, allorché la strategia sia rivolta alla copertura del rischio di variazione dei tassi o a calibrare lo stock complessivo del debito, nella coerente composizione tra tassi fissi e flessibili” (p. 21).

Nel quadro di una progressiva sofisticazione degli strumenti e di una crescente integrazione dei mercati finanziari, si è dunque sperimentata una fase di “regolazione in affanno” che ha cercato di limitare via via l'autonomia di manovra non riuscendo però a “ingabbiare” strumenti in rapida evoluzione e finendo con il vietare, ormai da oltre tre anni, la sottoscrizione di nuovi contratti. Il DM 389/2003 (attuativo della L. 448/2001), ha infatti elencato le tipologie di contratti consentite, che devono in ogni caso essere collegate a passività preesistenti e assumere la forma *plain vanilla*, ovvero la forma più semplice, senza ulteriori opzioni. In particolare, le forme previste sono lo *swap* per l'ammortamento del debito, lo *swap* di tasso di cambio e di interesse, il *cap* di tasso di interesse, il *collar* di tasso di interesse, il *forward rate agreement*²⁹. Per la generale categoria delle operazioni di ristrutturazione del debito preesistente, si richiede inoltre che non sia allungata la durata del debito, che l'eventuale anticipo di cassa (*l'upfront*) sia inferiore all'1 per cento del sottostante e che la struttura dei tassi non sia rimodulata in senso crescente, per non scaricare su amministrazioni future l'onere effettivo della ristrutturazione. Infine, viene attivato un monitoraggio specifico da parte del MEF che, a partire dal 2007, diventa una procedura di vera e propria autorizzazione alla stipulazione dei contratti³⁰. Accanto alle preoccupazioni per l'assunzione di rischi forse non adeguatamente ponderati, il legislatore si è posto uno specifico problema in termini di trasparenza dei conti, prevedendo con la L. 244/2007 di regolare i termini della adeguata diffusione dell'informazione sulle ricadute della gestione attiva del debito³¹. Infine, la L. 133/2008 ha vietato la sottoscrizione di nuovi contratti fino all'emanazione di un regolamento che, come già anticipato, è ancora in corso di definizione.

29 Con un contratto *cap* (o *floor*) viene stabilito un livello soglia del tasso variabile oltre (al di sotto) del quale il contraente paga un tasso fisso predeterminato; in caso di *collar* viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di un massimo ed un minimo prestabiliti. Con un contratto *forward* le parti concordano su un tasso che sarà pagato ad una data futura.

30 Con la L. 296/2006 gli enti sono obbligati a dare comunicazione preventiva al Ministero prima di stipulare un nuovo contratto e la trasmissione dei contratti diviene elemento costitutivo dell'efficacia degli stessi.

31 La L. 244/2007 stabilisce che l'ente che sottoscrive un contratto derivato “*deve attestare espressamente di aver preso piena conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi*” e prevede che vengano esposti “*in apposita nota allegata al bilancio gli oneri e gli impegni finanziari derivanti da tali attività*”. Inoltre, la Corte ha rilevato che alcuni intermediari avevano preteso la garanzia della delegazione di pagamento anche per i derivati, considerata non ammissibile sia dalla Corte stessa che dal MEF.

Uno dei principali problemi è dato dalla difficoltà a raccogliere informazioni su un fenomeno così complesso come quello dei contratti derivati³². La Tab. 5 mostra alcuni dati ufficiali sui contratti derivati stipulati da Comuni riferiti al periodo 2005-2010 relativi al numero di enti coinvolti, al valore nozionale del debito sottostante, alla quota del debito nozionale sul debito totale, all'entità dell'*upfront* e al valore di mercato dei contratti, fornendo evidenziazione separata dei valori negativi e dei valori positivi. Il numero degli enti coinvolti, sottostimato poiché ottenuto dalle rilevazioni della Banca d'Italia presso i soli intermediari sottoposti alla propria vigilanza, rispecchia l'andamento della normativa, raggiungendo il massimo nel 2007. Il valore del debito sottostante (nozionale), sia in termini assoluti che in rapporto al debito totale, ha raggiunto il valore più elevato nel 2006, mentre l'ammontare dell'*upfront* versato dai 3 maggiori istituti di credito a 83 enti ha raggiunto nel 2005 i 33,6 milioni di euro. Infine, il valore di mercato negativo dei contratti sembra essersi stabilizzato a partire dal 2008.

Tab. 5: Diffusione e valore dei contratti derivati stipulati dai Comuni con banche operanti in Italia

| | Numero enti | Valore Nozionale | Valore di mercato negativo | Upfront versato (*) | Valore Nozionale/Debito |
|------|-------------|------------------|----------------------------|---------------------|-------------------------|
| 2005 | 310 | 29.057 | 329,8 | 33,6 | 71,14% |
| 2006 | 538 | 33.041 | 503,6 | 3,7 | 72,79% |
| 2007 | 621 | 31.520 | 692,8 | 0,6 | 67,59% |
| 2008 | 415 | 26.053 | 570,1 | 0,1 | 54,75% |
| 2009 | 430 | 22.499 | 569,6 | | 45,98% |
| 2010 | 256 | 17.648 | 565 | | 35,02% |

Fonte: Banca d'Italia (2011). Per il valore dell'*upfront*, Banca d'Italia (2009). Note: *valore stimato con le segnalazioni dei primi 3 gruppi bancari nazionali.

4. I derivati come strumento di gestione attiva del debito

Sulla questione dell'utilizzo di derivati come strumento di gestione attiva del debito da parte degli Enti locali il dibattito è molto acceso, non solo su questioni di tipo normativo o di *governance* dei conti pubblici, ma anche su questioni di tipo tecnico, complici i livelli di articolazione e complessità che questi strumenti finanziari possono raggiungere.

La necessaria prudenza nel regolare il ricorso ai derivati nel caso di operatori pubblici non deve precludere uno sforzo per individuare quali siano i potenziali vantaggi e svantaggi in condizioni di "utilizzo normale" da

32 Si veda a proposito Sciandra (2008).

parte degli enti pubblici, a prescindere cioè da un loro impiego chiaramente distorto o patologico, da contrastare con idonee misure.

Come si è visto, la normativa in vigore ha definito, già da qualche anno, cosa debba intendersi per condizione di “utilizzo normale” (*Interest Rates Swap* o *Forward Rate Agreement* solo su passività sottostanti, limitatamente a forme *plain vanilla* e per finalità di gestione attiva del debito). Inoltre, non si possono alterare la durata della passività originaria, né generare strutture d’interesse crescenti. Queste condizioni tendono, di fatto, a rendere l’uso del derivato sostanzialmente equivalente a una ristrutturazione della passività sottostante che modifica il profilo dei pagamenti futuri tramite un cambiamento della tipologia di interesse senza ulteriori operazioni. Un contratto derivato del tipo *IRS* può contenere varie componenti ciascuna delle quali ha un suo prezzo: Oltre alla rimodulazione del flusso d’interessi associati alla passività sottostante, l’acquisto di un *cap* per coprirsi da rischi di crescita eccessiva dei tassi d’interesse, l’eventuale vendita di un *floor*, l’incasso di un *upfront* alla stipula del contratto. A questi elementi si aggiungono i costi di transazione e di intermediazione che sono comunque associati all’operazione e non sono sempre facilmente enucleabili a causa della loro confluenza nello *spread*.

Per identificare il meccanismo essenziale di questi strumenti nella gestione del debito, conviene limitare l’analisi alla sola componente di rimodulazione del profilo degli interessi, assumendo costi nulli ed escludendo tutte le altre componenti che influiscono sul prezzo. In tali condizioni, ci mettiamo nella posizione di garantire totale indifferenza per l’ente tra effettuare, ad esempio, l’estinzione di un debito a tasso fisso tramite apertura di un debito di pari importo a tasso variabile, oppure sottoscrivere un *IRS* sul debito a tasso fisso del tipo *pago variabile/ricevo fisso*. In altri termini, guardiamo alla combinazione tra la passività a tasso fisso e lo *swap* come a uno “strumento sintetico” equivalente al debito a tasso variabile.

Anche se, sotto le ipotesi assunte, le scelte di ri-allocazione tra tasso fisso e variabile sarebbero indipendenti dalle modalità di riconversione della passività (“tradizionale” o con ricorso a *IRS*), la sottoscrizione di un contratto derivato introduce elementi di complicazione ai fini della valutazione dell’operazione, trattandosi di un’attività finanziaria a se stante con un proprio prezzo. Il prezzo del contratto derivato è determinato dalla differenza tra i valori attuali dei flussi d’interesse generati dalla cd. “gamba fissa” e da quella “variabile” ed è definito equo (*fair value*) quando i due flussi attesi alla stipula si eguagliano. In alcuni casi, il contratto può dar luogo anche a un anticipo monetario iniziale (c.d. *upfront*), il cui valore, nel contratto equo, troverà contropartita nei flussi d’interesse scambiati in futuro; se tale anticipo viene versato al debitore originario (nel nostro caso l’Ente che vuole rimodulare il debito), questi sta aumentando la propria esposizione debitoria.

Dopo la riconversione della posizione debitoria, sia stata essa conseguita con estinzione e riapertura di nuovo debito piuttosto che con stipula di uno *swap* sugli interessi, la variabilità dei tassi modifica il profilo della posizione dell'ente in ciascun periodo. La principale differenza legata all'utilizzo di un IRS sta nel fatto che, nonostante gli effetti dell'operazione siano gli stessi in termini di "debito sintetico", il prezzo del derivato evidenzia anche quanto il mercato in ciascun momento valutando l'operazione di riconversione del debito *tenendo memoria* della scelta effettuata³³. I successivi mutamenti nei tassi, infatti, si riflettono in ogni caso sia sul *differenziale dell'interesse che in ciascun periodo il debitore paga effettivamente* (rispetto a quanto avrebbe dovuto con il debito originario) sia sui *differenziali che prevede di pagare successivamente*. Il derivato, cioè, rende disponibile un'informazione aggiuntiva: valuta quanto nel frattempo renderebbe la passività attuale sintetica (ottenuta dalla riconversione), se ceduta sul mercato, rispetto alla passività originaria; e dunque prezza le due passività e ne sintetizza la differenza.

Le preoccupazioni circa l'esposizione in derivati sembrano generalmente focalizzarsi sul fatto che si può manifestare un prezzo negativo del contratto, ossia una perdita potenziale che verrebbe a realizzarsi qualora l'ente dovesse decidere di cedere il contratto realizzando la perdita. Questa circostanza non è tuttavia diversa da quella che si verrebbe a produrre se l'ente, a parità di condizioni di mercato, decidesse di accollarsi l'apertura di una nuova passività per estinguere quella esistente e tornare alle condizioni di indebitamento originarie; sconterebbe infatti comunque, sui flussi d'interesse che s'impegna a pagare, le proiezioni del mercato sui tassi futuri. In sostanza, assumendo che la regolamentazione sia riuscita ad evitare abusi e comportamenti distorti, lo strumento utilizzato per la ristrutturazione non rende più grave l'esposizione, semmai rende esplicita la valutazione del mercato attraverso il *mark to market* di questa attività. In astratto, prescindendo dai problemi di valutazione³⁴, questa in-

33 Cfr. Monorchio e Mottura (2009).

34 Uno dei principali problemi nella valutazione di un derivato è dovuto al fatto che essa è necessariamente *model-dependent* (cfr. fra gli altri: De Felice e Moriconi (1991); Castellani *et al.* (1993); Castellani *et al.* (2006); Hull (2009)). In astratto in un dato momento è possibile determinare il prezzo utilizzando le curve dei tassi a pronti e a termine osservate sul mercato. Nel caso di operazioni *Over The Counter* (OTC), come la gran parte dei derivati sottoscritti dagli Enti locali, la questione può tuttavia divenire particolarmente complessa per la difficoltà di prezzare alcune delle componenti del contratto a causa della specificità delle condizioni. Per valutare la convenienza del contratto, gli operatori si trovano a dover considerare l'incertezza sulle possibili traiettorie future dei tassi. Le tecniche di valutazione della convenienza delle operazioni possono basarsi su vari approcci; si possono distinguere approcci stocastici (come prefigurato per gli obblighi d'informativa previsti nella formulazione del Regolamento Ministeriale attualmente sottoposto a consultazione) piuttosto che di scenario (per una descrizione dei due approcci si rimanda a Cesari (2009), che propende per il primo). Nel primo caso i flussi attesi vengono pesati ipotizzando una struttura delle rispettive probabilità e tenendo conto delle diverse traiettorie con cui i tassi potranno evolvere (*path-dependency*); nel secondo, si produce una stima del valore che i flussi assumerebbero

formazione si potrebbe esplicitare anche nel caso di una ristrutturazione “tradizionale”³⁵.

In realtà, se è vero che il prezzo del derivato consente di “tenere memoria” dell’avvenuta ristrutturazione della passività nel senso sopra chiarito, esso tuttavia guarda solo all’evoluzione futura dei flussi d’interesse. In altre parole, si potrebbe dire che comunque il prezzo del derivato “dimentica” quanto la scelta di sottoscrivere il contratto ha prodotto fino a quel momento.

Per trarre indicazioni sull’operazione in un’ottica non solo di investimento finanziario (che considera cioè il derivato solo come un’attività finanziaria da scambiare sul mercato) ma piuttosto di valutazione *ex post e in itinere* della scelta di ristrutturazione della passività originaria, sembra più opportuno guardare al valore complessivo dell’operazione in ciascun periodo e considerare la somma di tutti i flussi, realizzati o futuri, valutati in base alla struttura dei tassi osservata sul mercato in ogni dato momento. La scomposizione del valore dell’operazione in queste componenti, in ogni data di scambio dei flussi t , potrebbe essere sintetizzata da un’espressione del tipo:

$$[1] \quad \underbrace{\sum_{k=1}^{t-1} \bar{c}_k \prod_{s=k}^{t-1} (1 + \bar{i}_s)}_{\text{Valore attuale dei flussi realizzati}} + \bar{c}_t + \underbrace{\sum_{k=t+1}^n c_k (1 + i_{t,k})^{k-t}}_{\text{Valore scontato dei flussi futuri}}$$

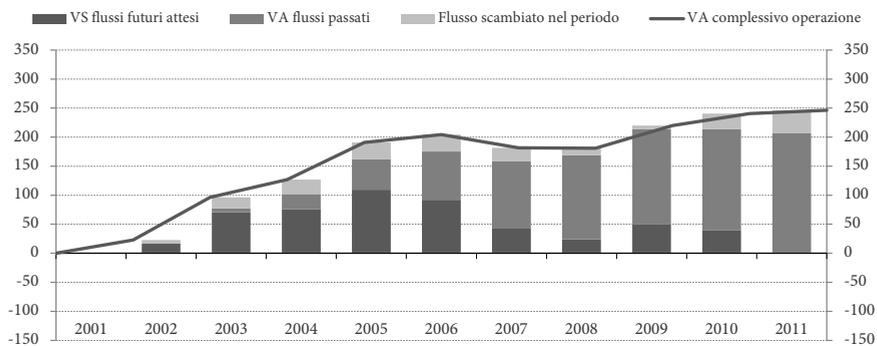
dove n è la durata del contratto, \bar{c}_t indica il flusso netto di interessi scambiato nel periodo di osservazione t , \bar{c}_k rappresenta il flusso netto di interessi certo già scambiato al tempo $k < t$, c_k il flusso netto di interessi implicito al tempo $k > t$ nella curva IRS *forward*, \bar{i}_s il tasso d’interesse realizzato al tempo s con scadenza pari a $t-s$, $i_{t,k}$ il tasso d’interesse a pronti in t per la scadenza $t+k$. Ponendo la valutazione al tempo t , pertanto, il primo termine attualizza il valore dei flussi d’interesse realizzati fino ad allora, il secondo indica il flusso scambiato nel momento in cui avviene la valutazione, il terzo fornisce il valore scontato dei flussi futuri (che corrisponde al prezzo del derivato); quest’ultimo rappresenta il termine incerto della valutazione che copre, al passare di t , un orizzonte temporale sempre più breve.

sotto varie ipotesi di stress sui tassi sottostanti.

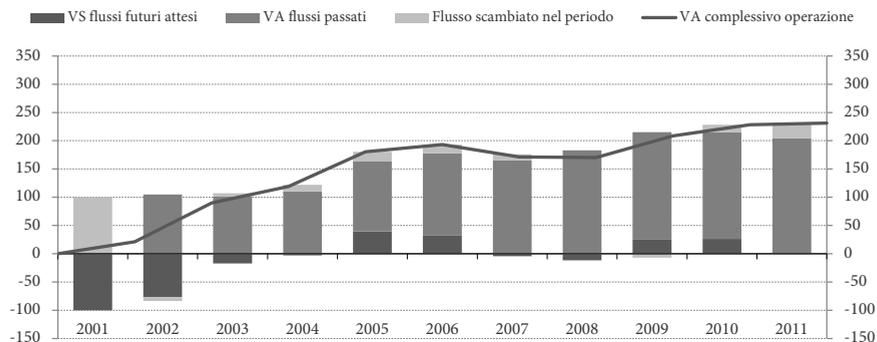
³⁵ Qualora la contabilità patrimoniale dell’ente potesse registrare le passività al *mark to market*, il passaggio da una passività a tasso fisso a una a tasso variabile (o viceversa) produrrebbe una plus/minusvalenza in ciascun periodo esattamente corrispondente al valore del derivato che verrebbe iscritto tra le attività finanziarie in caso di sottoscrizione di un IRS.

Fig. 3: Valutazione complessiva di un IRS (2001-2011) ai tassi effettivi e sua composizione

senza upfront



con upfront (10% del nazionale)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. Per le ipotesi e la metodologia cfr. Appendice. Note: migliaia di euro.

Naturalmente anche questa valutazione si modificherà in ogni periodo, la sua variabilità essendo legata proprio ai flussi d'interesse futuri sintetizzati dal prezzo del derivato; tuttavia, le dimensioni relative delle componenti e la considerazione del tempo residuo dell'operazione possono offrire qualche elemento in più per arricchire le informazioni sull'andamento dell'operazione. Qualora, ad esempio, nonostante un valore negativo del derivato si dovesse osservare, in un determinato momento, un valore positivo dell'espressione [1], si potrebbe concludere che fino a quel momento l'operazione si rivela conveniente. Per fornire un esempio di questa scomposizione abbiamo simulato sulle strutture dei tassi osservate nel periodo 2001-2011 la sottoscrizione di un IRS equo, di tipo pago varia-

bile e ricevo fisso, che non preveda né *spread* né opzioni *cap* o *collar* (per i dettagli cfr. Appendice). Dalla simulazione effettuata otteniamo che l'andamento effettivo dei tassi avrebbe mantenuto questo tipo di operazione sempre conveniente; in assenza di *upfront*, anche i prezzi del derivato, già dal periodo immediatamente successivo alla stipula, sarebbero stati positivi per l'ente. In presenza di un *upfront* incassato alla stipula, posto pari al 10 per cento del nozionale³⁶, il prezzo del derivato avrebbe invece presentato valori negativi nel primo periodo, ma anche in questo caso l'operazione sarebbe stata valutata nel complesso positiva in ciascun periodo. La Fig. 3 riporta sugli istogrammi i valori corrispondenti alle tre componenti dell'espressione [1], indicando con la linea continua la loro somma algebrica (pari al valore che il mercato attribuirebbe all'operazione in base alla struttura dei tassi osservata in ciascun momento).

L'espressione [1] può essere modificata per sterilizzarla dalla variabilità dei tassi di mercato utilizzando i tassi a pronti impliciti nella curva iniziale i_k^* , e mantenendoli immutati l'espressione diventa:

$$[2] \quad \underbrace{\sum_{k=1}^{t-1} c_k^* \prod_{s=k}^{t-1} (1 + i_s^*)}_{\text{Valore attuale dei flussi realizzati}} + c_t^* + \underbrace{\sum_{k=t+1}^n c_k^* (1 + i_k^*)^{k-n}}_{\text{Valore scontato dei flussi futuri attesi}}$$

(in base alla struttura dei tassi al momento della stipula del contratto) (in base alla struttura dei tassi al momento della stipula del contratto)

dove c_k^* indica il flusso d'interessi scambiato in k calcolato sui medesimi tassi. La scomposizione si focalizza così sulla decisione discrezionale dell'ente. Fornendo una valutazione ex ante dell'impatto dell'operazione. Nella simulazione il profilo degli interessi scambiati implicito nel contratto, prevedendo flussi favorevoli nel primo periodo, destinati a compensarsi con flussi negativi nel secondo, avrebbe implicito *ab origine* un andamento del prezzo del derivato sempre negativo, più pronunciato in presenza dell'*upfront* (fig. 4). Pertanto valutando in base alle strutture effettive dei tassi nei vari periodi, eventuali prezzi dei derivati negativi non avrebbero dovuto essere ritenuti inattesi.

Al di là dei risultati dell'operazione astratta qui costruita, resta comunque vero che la scomposizione proposta aiuta a meglio cogliere l'evoluzione nel tempo della scelta iniziale di ristrutturazione della passività. A ben vedere, peraltro, queste valutazioni assumono una valenza di carattere più

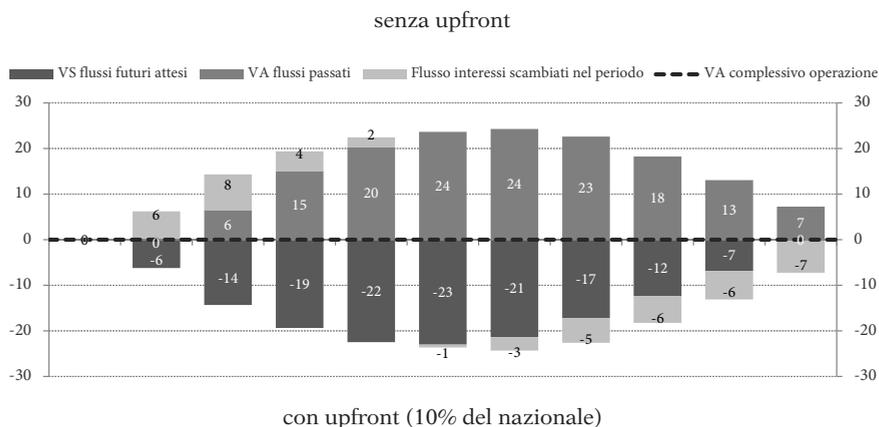
³⁶ Si ipotizza un valore dell'*upfront* molto più elevato rispetto ai limiti introdotti dalla normativa a partire dal 2003 per poter rendere più evidenti i meccanismi che operano nella scomposizione.

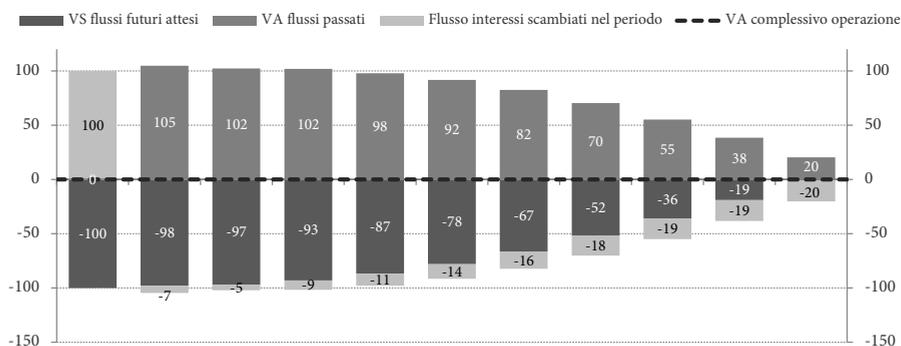
generale, in quanto potrebbero essere concettualmente estese al confronto tra due alternative qualunque di indebitamento, permettendo di evidenziare gli effetti di alcune scelte nella gestione del debito.

Proseguendo nella nostra analogia in termini di “debito sintetico”, quello che accade nei vari momenti alla componente che qui abbiamo isolato del derivato, accadrebbe nella sostanza anche se l’ente avesse effettuato un’estinzione tradizionale del tasso fisso con apertura di una passività variabile. Se le due passività venissero ipoteticamente cedute in un dato momento sul mercato (quella attuale, con cui è avvenuta la riconversione, e quella originaria se fosse stata mantenuta), la differenza dei rispettivi *mark to market* corrisponderebbe al prezzo di mercato della componente del derivato che le trasforma: se questa differenza fosse negativa significherebbe che l’Ente ha al passivo attualmente un debito che sul mercato è valutato di meno di quanto non sarebbe quello originario (perché da esso si attendono pagamenti di interessi più onerosi). L’unica diversità rispetto alla riconversione effettuata direttamente con un derivato è che, stando agli strumenti disponibili di registrazione e monitoraggio dei conti pubblici, la perdita di valore della passività non emergerebbe.

In sintesi, il ricorso ai derivati da parte degli Enti locali solleva due tipi di problemi, entrambi rilevanti: uno specifico, connesso all’esigenza di riuscire a contenerne l’uso entro il rispetto delle norme che regolano l’indebitamento sottostante (questione questa di grande valenza e di difficile soluzione), escludendone l’acquisto per fini diversi dalla ristrutturazione del debito; uno più ampio, che suggerisce di estendere la valutazione dell’esposizione al rischio degli enti alle scelte di indebitamento e di gestione del debito comunque attuate.

Fig. 4: Valutazione complessiva di un IRS (2001-2011) a struttura dei tassi 2001 e sua composizione





Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. Per le ipotesi e la metodologia cfr. Appendice. Note: migliaia di euro.

L'ultima questione, nel mutato contesto che caratterizza le decisioni di indebitamento da parte degli enti (apertura al mercato, possibilità di indebitamento a tasso variabile, assenza di garanzie statali, possibilità di gestire attivamente il debito), sollecita forse un ripensamento sul sistema dei vincoli al ricorso all'indebitamento. Occorre probabilmente interrogarsi, infatti, sull'efficacia di vincoli come quello attuale che aggancia la dimensione degli oneri attesi dal debito a quella delle entrate previste, la cui natura statica meglio si adatta a contesti di sostanziale stabilità (sia degli interessi che delle entrate) che caratterizzavano il passato, ma sembra poco idonea ai contesti di crescente autonomia tributaria e gestione attiva del debito che sono venuti maturando. Potrebbe piuttosto essere utile passare a logiche più simili a quelle delle regole sovranazionali, che fissano limiti per comparti e fanno riferimento alla dinamica del debito lungo orizzonti temporali almeno di medio periodo.

5. Un'analisi più dettagliata delle voci connesse all'indebitamento incluse ed escluse dal PSI

Come già ricordato nel secondo paragrafo, agli Enti locali è stata data la possibilità di ricorrere direttamente al mercato per indebitarsi con diverse modalità o per ristrutturare il debito in essere nello stesso periodo durante il quale i vincoli europei sull'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche richiedevano una nuova disciplina di bilancio che coinvolgesse anche il livello locale (il Patto di stabilità interno). Questa concomitanza ha avuto rilevanti implicazioni in termini di incentivi impliciti che rilevano per l'applicazione del PSI in particolare ha influito sulla sottoscrizione di contratti derivati con determinate caratteristiche (tipicamente la

presenza di un *upfront*). Un punto chiave è il legame tra regola di bilancio e modalità di registrazione delle diverse operazioni, o loro parti, nei bilanci degli Enti locali. Se in generale non è facile individuare e verificare empiricamente una direzione univoca degli effetti del PSI sulle scelte degli amministratori locali – sia per i mutamenti apportati alla regola nel corso del tempo³⁷, sia per le difficoltà nel reperire un'informazione completa sulle percentuali di adesione, soprattutto nei primi anni di adozione³⁸ – tuttavia è possibile trarre qualche considerazione in relazione ad alcune voci rilevanti per il saldo oggetto della regola che sono di particolare interesse per le scelte di indebitamento. Un primo elemento riguarda le spese che il debito può finanziare e gli oneri che dal debito discendono. La Tab. 6 evidenzia come le spese in conto capitale e per interessi di anno in anno siano state coinvolte nella definizione del saldo valido per rispettare il PSI. In particolare, si può notare che la spesa in conto capitale non è stata inclusa nel saldo fino al 2005. Così la spesa per interessi, che non era inclusa nel saldo fino al 2005, è stata nuovamente esclusa nel 2006 e poi riconsiderata negli anni seguenti.

Tab. 6: Spesa in conto capitale e per interessi nel saldo del PSI dei Comuni

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Spesa in conto capitale | No | No | No | No | No | No | Si |
| Spesa per interessi | No | No | No | No | No | No | Si | No | Si | Si | Si | Si | Si |

Fonte: elaborazione su dati Ragioneria Generale dello Stato, Circolari di attuazione (vari anni), leggi finanziarie dal 1998 al 2011. Note: voci incluse nel saldo.

Se si guarda al tasso di crescita annuo della spesa (cfr. precedente Tab. 2), l'effetto dell'inclusione della spesa in conto capitale nel calcolo del saldo è chiaramente visibile dalla flessione degli investimenti fissi lordi, in au-

37 Una descrizione completa della normativa si può trovare in Bisio e Nicolai (2010), mentre una sintesi dei principali mutamenti in Brugnano e Rapallini (2009).

38 La verifica dell'adesione a questa regola di bilancio è stata effettuata per tutte le amministrazioni periferiche, non solo i Comuni ma anche le Regioni e le Province, dalla Corte dei Conti. Quest'ultima ha fornito, dal 1999 ad oggi, una regolare informazione sugli esiti dell'azione di controllo in un apposito capitolo all'interno del referto annuale al Parlamento sullo stato della finanza locale e regionale. A partire dai dati riportati nei referti, è possibile verificare che nei primi anni di adozione del PSI la percentuale di enti su cui la Corte era in grado di certificare l'avvenuto rispetto del vincolo era veramente ridotta. Peraltro, l'insieme di amministrazioni analizzate coincideva con quelle che inviavano le informazioni necessarie per certificare l'avvenuto rispetto del PSI. Ne segue che non si trattava di un insieme di Comuni con le caratteristiche proprie di un campione casuale, e la percentuale di adesione al PSI registrata per questo gruppo di amministrazioni non poteva (e tuttora non può) essere ragionevolmente estesa alle altre amministrazioni. Negli anni più recenti però la numerosità delle amministrazioni locali su cui la Corte dei Conti fornisce informazioni è significativamente cresciuta. Per una discussione sull'uso dei dati della Corte per verificare il monitoraggio del Patto di stabilità interno si rimanda a Brugnano *et al.* (2009).

mento fino a quell'anno. L'andamento della spesa per interessi è più difficile da spiegare, ma la diminuzione registrata dal 1999 al 2005 è senza dubbio riconducibile all'andamento dei tassi (Fig. 1), mentre l'aumento registrato negli anni successivi potrebbe riflettere anche gli effetti di operazioni in derivati.

A proposito del debito, l'obiettivo delle misure adottate nel quadro del PSI è stato quello di portare le amministrazioni locali a ridurlo, perseguendo principalmente due strade (Tab. 7). Da un lato si è fatto ricorso a sanzioni, negando agli Enti locali che non abbiano rispettato il PSI la possibilità di indebitarsi per finanziare investimenti; ciò è avvenuto negli anni dal 2003 al 2006 e poi dal 2009 ad oggi. D'altro, si è condizionata l'inclusione di alcune voci di entrata nella definizione del saldo obiettivo alla riduzione del debito delle Amministrazioni comunali; questo è accaduto nel 2008 e nel 2009, anni in cui i proventi delle dismissioni di beni immobiliari potevano essere esclusi dal saldo obiettivo a condizione che fossero stati impiegati per ridurre il debito³⁹.

Tab. 7: Voci incluse nel saldo del PSI e sanzioni

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Proventi della dismissione di beni immobiliari | No | No | No | No | No | No | Si | Si | Si | No* | No* | Si | Si |
| Entrate da aliena- zione di azioni o di quote di soci- età operanti nel settore dei servizi pubblici locali o derivanti da dividendi straor- dinari | Si | No | Si | Si |
| Divieto di accesso ai finanziamenti e all'indebitamento per investimenti (come sanzione) | No | No | No | No | Si | Si | Si | Si | No | No | Si | Si | Si |

Fonte: elaborazione su dati Ragioneria Generale dello Stato, Circolari di attuazione (vari anni); Leggi finanziarie dal 1998 al 2011. Note: a condizione che i proventi siano utilizzati per la riduzione del debito.

³⁹ Questa misura può essere interpretata come un incentivo alla riduzione del debito perché negli anni in esame il PSI vincola al raggiungimento di un saldo obiettivo. Tale saldo obiettivo è ottenuto applicando delle percentuali di correzione su quello realizzato nell'anno precedente e il suo valore si riduce se una voce di entrata viene esclusa.

6. La contabilizzazione dei contratti derivati

Guardando alle possibili interazioni tra applicazione del PSI e diffusione della sottoscrizione di contratti derivati da parte degli Enti locali, probabilmente ciò che più rileva non sono tanto le singole voci incluse o escluse dalla definizione del saldo obiettivo, quanto i margini di arbitrarietà esistenti, per lo meno nella fase iniziale, nelle modalità di registrazione di tali contratti nei bilanci pubblici. In generale, infatti, l'introduzione di regole fiscali innesca incentivi da parte dei soggetti a trovare comportamenti elusivi per minimizzarne le ripercussioni sui propri bilanci e il proprio patrimonio. Quando le regole assumono a riferimento parametri specifici, i soggetti focalizzano i propri sforzi su tali indicatori per porre in atto tentativi di *window dressing*. La questione è stata oggetto di ampio dibattito e tocca spesso tra i punti rilevanti gli aspetti contabili, cui si affida di fatto la verifica delle *compliance* effettiva delle regole. Con riferimento agli strumenti di gestione del debito il problema si presenta particolarmente complesso⁴⁰.

Come più volte messo in evidenza dalla Corte dei Conti, ma anche dall'Ispettorato Generale di Finanza (IGF) del MEF⁴¹, in assenza di una normativa specifica si sono verificati numerosi casi in cui gli strumenti derivati venivano sottoscritti non solo in quanto strumenti di gestione attiva del debito, ma anche come vero e proprio strumento per "fare cassa". Quel che più ha messo in allarme gli organismi di controllo è stata però l'imputazione a bilancio dell'*upfront* che, nonostante avesse la natura di un debito, era avvenuta tra le entrate correnti, potenzialmente utilizzabile a copertura di spese correnti.

Pur non entrando nei dettagli della contabilizzazione di questi contratti, appare importante chiarire alcuni principi generali, proprio perché le scelte di contabilizzazione hanno anche un immediato riflesso sul rispetto del Patto di stabilità interno. Un contratto di mutuo tradizionale a tasso fisso prevede la registrazione immediata dei flussi di capitale in entrata (Entrata per accensione dei prestiti) e in uscita via via che procede la restituzione (Rimborso dei prestiti), mentre gli interessi passivi vengono registrati tra le uscite correnti. Ipotizzando che un mutuo in essere a tasso fisso sia stato estinto con emissione di un nuovo mutuo o con emissione obbligazionaria a tasso variabile, il flusso di interessi in uscita non sarà

40 Con riferimento alle scelte di gestione del debito Balassone *et. al.* (2004b) ad esempio, osservano: "The introduction of fiscal rules may affect debt priorities of the manager (indeed the cost of non compliance with rule enters the manager's objective function). ... Specifically, the increase in current potential costs due to possible non compliance introduces incentives in favour of financial tools which shift the costs from today to tomorrow (e.g. swap operations). Finally, the introduction of a rule can induce the debt manager to use financing tools which are more costly, but are not classified as public debt." (p. 54).

41 Ragioneria Generale dello Stato, Ispettorato Generale di Finanza (2009).

più una voce predeterminata e dipenderà dall'andamento del mercato; tuttavia la natura delle voci contabilizzate sarà sostanzialmente la stessa (si estingueranno le voci del prestito estinto e si iscriveranno quelle del nuovo prestito). In caso di ristrutturazione con contratto derivato tipo IRS, sebbene il risultato economico in termini di puri flussi d'interesse sia equivalente al caso della ricontrattazione/ristrutturazione con tasso variabile, la contabilizzazione può essere sostanzialmente diversa⁴². A parità di debito sintetico, cioè, la contabilità rappresenta il fenomeno in due modi diversi. La sottoscrizione di un contratto derivato volto a coprire il rischio di interesse (o di cambio) non configura – in generale – una operazione di nuovo indebitamento e come tale non deve essere registrata in voci di entrata per accensione (o restituzione) prestiti⁴³. Inoltre, se il contratto derivato alla stipula non dà luogo a scambi di flussi, ai fini contabili non assume alcuna rilevanza. Tuttavia, esso può dare luogo ad un *upfront*, che verrà rilevato contabilmente e che, se l'operazione è equa, genera, come evidenziato nel paragrafo 4, un flusso d'interessi futuri aggiuntivi che lo compensa in termini finanziari. Sulla base di questa sua natura, l'*upfront* è stato inizialmente registrato dalla maggior parte degli enti tra le entrate correnti divenendo teoricamente utilizzabile a copertura delle spese correnti⁴⁴. Contro questa prassi è intervenuta la Corte dei Conti⁴⁵ suggerendo l'iscrizione del premio di liquidità tra le plusvalenze nel titolo IV delle Entrate in modo da creare un vincolo di destinazione della spesa, posizione poi confermata dal Principio contabile 3 punto 47 emanato dall'Osservatorio per la finanza e la contabilità degli Enti locali del Ministero dell'Interno⁴⁶. In base all'andamento effettivo del mercato, ogni anno si registrano i due flussi dovuti dall'ente e dalla controparte. In sede di registrazione, in base al principio dell'integrità del bilancio, devono trovare *“separata contabilizzazione i flussi finanziari riguardanti il debito originario rispetto ai saldi*

42 Nel ragionamento che segue, come negli esempi del paragrafo 4, si prescinde dalle spese di collocamento o di intermediazione che potrebbero anch'esse differire nei criteri di contabilizzazione.

43 Il fatto che un derivato di per se non è configurabile come operazione d'indebitamento ma come attività finanziaria è stato chiaramente ribadito dalla circolare MEF del 22/6/2006.

44 Già l'*Osservatorio per la finanza e la contabilità degli Enti locali del Ministero dell'interno* aveva specificato nel 2003 che le economie verificatesi a seguito di rinegoziazione dei mutui pregressi non possono essere destinate al finanziamento di spesa corrente. Le verifiche dell'Ispettorato Generale di Finanza hanno evidenziato che in alcuni casi la registrazione dell'*upfront*, e più in generale delle economie da ristrutturazione dei mutui pregressi che via via maturavano, è stata determinante anche per il raggiungimento del pareggio nel bilancio preventivo dell'ente (cfr. IGF, 2009).

45 Tale indicazione emerge dalla pronuncia delle sezioni di controllo della Lombardia (n. 596/2007) ed è poi stata ribadita nell'Audizione della stessa Corte del 2009.

46 In particolare il principio n. 3 punto 47 prevede che *“L'eventuale entrata derivante dalla contrazione di swap finalizzati alla ristrutturazione dei tassi di interesse del residuo debito riguarda la rimodulazione del debito precedentemente contratto per investimenti ed incide sulle condizioni economico-finanziarie e gli equilibri del bilancio di medio-lungo termine; pertanto, va considerata una entrata straordinaria da allocare nel titolo IV delle entrate.”*

*differenziali attivi o passivi rilevati nel bilancio a seguito del contratto 'derivato' "*⁴⁷. I saldi differenziali possono essere di segno positivo o negativo: se il flusso scambiato è favorevole all'ente, si parla di *netting* positivo e in base ai principi contabili la voce dovrebbe essere registrata tra gli interessi attivi al Titolo III; se invece è sfavorevole, si parla di *netting* negativo, che dovrebbe trovare collocazione tra le uscite del Titolo I. La registrazione del differenziale positivo nel titolo III tra le entrate correnti potrebbe implicare, in mancanza di vincoli, un impegno a copertura delle spese correnti, nonostante il segno del *netting* si possa invertire negli anni successivi rendendo non più disponibile tale forma di entrata. Per tale ragione i già richiamati Principi Contabili prevedono che *"L'eventuale differenza positiva viene accantonata in un apposito fondo, contenuto a fine esercizio nell'avanzo di amministrazione, destinato a garantire i rischi futuri del contatto o direttamente destinabile al finanziamento di investimenti"*⁴⁸.

La Corte dei Conti, tuttavia, vede con maggior favore l'iscrizione del *netting* positivo tra le Entrate a carattere straordinario (Titolo IV): *"Anche a salvaguardia degli equilibri di bilancio, la particolarità di questa risorsa impone un comportamento prudente che dovrebbe indurre gli enti a destinare i flussi positivi a spese di investimento ovvero ad accantonarli e vincolarli in relazione al futuro possibile, e in moltissimi casi certo, pagamento di flussi negativi all'intermediario finanziario. (...) In relazione alle considerazioni svolte sopra, la Sezione, sinora, ha ritenuto e ritiene tuttora che la allocazione in bilancio che risponde meglio ai principi di sana gestione finanziaria sia quella dell'inserimento di una specifica posta da imputare al TIT. IV"*⁴⁹.

Le diverse opzioni circa la sottoscrizione e la contabilizzazione di un contratto derivato possono avere influenza anche sui saldi rilevanti ai fini del rispetto del Patto di stabilità interno. Fino a quando non sono intervenute le pronunce della Corte dei Conti sulla contabilizzazione, gli enti hanno tendenzialmente iscritto *l'upfront* tra le entrate correnti, migliorando in questo modo il saldo vincolato. L'eventuale spesa finanziata con il premio di liquidità se è stata di natura corrente ha determinato un peggioramento certo del saldo; se di natura capitale, invece, non ha influito sul saldo del PSI fino al 2004, poiché esso escludeva dal vincolo tale categoria di spese (cfr. tabella 7), ma solo da allora in avanti. Nel contempo, il maggiore esborso di interessi futuri, implicito nella sottoscrizione di un contratto con premio di liquidità, non era percepito come destinato a rilevare ai fini del Patto, essendo anche gli interessi passivi esclusi dal saldo fino al 2004 e poi ancora nel 2006. Si veniva pertanto a generare un forte incentivo a ottenere un *upfront* perché questa operazione non sembrava peggiorare il saldo da rispettare, né nel periodo, né in prospettiva.

⁴⁷ Osservatorio per la finanza e la contabilità degli Enti locali, Principio contabile n. 2, punto 24.

⁴⁸ Ibidem.

⁴⁹ Corte dei Conti (2009), p. 70.

A prescindere dall'esistenza di un premio di liquidità, in caso di *netting* positivi si ha un miglioramento del saldo se la voce è iscritta al titolo III – tanto più se si tiene conto che il corrispondente “fondo rischi”, auspicato dai principi contabili, non è una voce considerata ai fini del Patto⁵⁰ – mentre si rileva una influenza negativa nel caso di *netting* negativi, che vanno registrati tra le Uscite correnti. Nel caso di iscrizione al Titolo IV delle Entrate, come auspicato dalla Corte dei Conti, anche il *netting* positivo sarebbe irrilevante per il rispetto del patto se iscritto nella categoria 6 (Riscossione dei Crediti).

Questi meccanismi sono illustrati nell'esercizio molto semplificato della Tab. 8, dove si mettono a confronto i casi di (a) un mutuo a tasso fisso del valore di 100 in essere nel 2001 con quelli di, (b) una sua ristrutturazione con mutuo o obbligazioni di pari importo a tasso variabile oppure (c) una ristrutturazione con contratto derivato che prevede la liquidazione di un *upfront* per l'ente del 10 per cento del nozionale⁵¹. Ai fini della massima semplificazione, si assumono due voci sintetiche rilevanti per il PSI, le entrate ordinarie e le uscite primarie (senza distinguere tra correnti e in conto capitale) ponendole entrambe pari a 100. Oltre alle entrate totali, nella parte alta della tabella compaiono una riga per il *netting* positivo e una per l'*upfront*, che si aggiungono nel caso di sottoscrizione di derivato. Tra le uscite compaiono gli interessi a tasso fisso, quelli a tasso variabile, il *netting* negativo. Le righe denominate “saldi effettivi” corrispondono alla semplice somma algebrica delle voci evidenziate, mentre i “saldi PSI” sono calcolati, per le diverse opzioni di indebitamento, considerando l'esclusione degli interessi passivi dal saldo per alcuni anni, come previsto dal PSI (Tab. 7); a fianco delle voci rilevanti per il calcolo dei saldi, sono riportate le indicazioni della rilevanza per i tre diversi casi esposizione (a) mutuo a tasso fisso, (b) mutuo o obbligazione a tasso variabile e (c) ristrutturazione del mutuo a tasso fisso con un derivato che prevede l'*upfront*. Nell'ultimo caso l'operazione genera un debito sintetico i cui effetti richiedono di considerare congiuntamente i riflessi di cui ai punti (a) e (c).

Guardando al calcolo dei saldi effettivi, che in questo esercizio prescindono dall'andamento di tutte le altre voci del bilancio di un ente, la discesa dei tassi registrata nel decennio in esame ha comportato un miglioramento dei conti, che appare evidente nel saldo effettivo, sia nel caso di mutuo a tasso variabile, sia in quello di ristrutturazione con IRS, rispetto al caso del tasso fisso. Il profilo più irregolare del caso IRS è ovviamente connesso all'ipotesi di incasso di un considerevole *upfront*.

⁵⁰ Si veda UGDC (2006).

⁵¹ I tassi utilizzati corrispondono a quelli dell'esercizio illustrato nel paragrafo 4 e in Appendice. Si tratta di un tasso fisso, di un tasso variabile e di un tasso variabile su cui è applicato uno *spread* che renda equo un IRS con *upfront* del 10% del nozionale (cfr. Appendice). Il valore dell'*upfront* ipotizzato è chiaramente superiore a quanto previsto dalla normativa del 2003 (tetto dell'1%), ma funzionale a rendere evidenti le convenienze.

Tab. 8 : Scelte di finanziamento e contabilizzazione ai fini del PSI: un esempio schematico

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Entrate rilevanti per saldo PSI | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Proventi da derivati (netting positivo) (c) | 0 | 0 | 0,6 | 1,2 | 1,6 | 1,6 | 1,1 | 0 | 0 | 1,3 | 2,7 |
| Upfront (c) | 10 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Uscite rilevanti per saldo PSI | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Interessi su passività (fisso) (a) (c) | 5,3 | 5,3 | 5,3 | 5,3 | 5,3 | 5,3 | 5,3 | 5,3 | 5,3 | 5,3 | 5,3 |
| Interessi su passività (variabile) (b) | 4,6 | 4,6 | 3,4 | 2,8 | 2,3 | 2,4 | 2,9 | 4,1 | 4,7 | 2,6 | 1,3 |
| Oneri da derivati (netting negativo) (c) | 0 | 0,7 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0,1 | 0,7 | 0 | 0 |
| Saldi effettivi | | | | | | | | | | | |
| Saldo effettivo (tasso fisso) (a) | -5,3 | -5,3 | -5,3 | -5,3 | -5,3 | -5,3 | -5,3 | -5,3 | -5,3 | -5,3 | -5,3 |
| Saldo effettivo (tasso variabile) (b) | -4,6 | -4,6 | -3,4 | -2,8 | -2,3 | -2,4 | -2,9 | -4,1 | -4,7 | -2,6 | -1,3 |
| Saldo effettivo (sottoscrizione derivato) (c) | 4,7 | -6 | -4,7 | -4,2 | -3,7 | -3,7 | -4,3 | -5,4 | -6 | -4 | -2,7 |
| Saldi PSI | | | | | | | | | | | |
| Saldo PSI (tasso fisso) (a) | 0 | 0 | 0 | 0 | -5,3 | 0 | -5,3 | -5,3 | -5,3 | -5,3 | -5,3 |
| Saldo PSI (tasso variabile) (b) | 0 | 0 | 0 | 0 | -2,3 | 0 | -2,9 | -4,1 | -4,7 | -2,6 | -1,3 |
| Saldo PSI (sottoscrizione derivato) (c) | | | | | | | | | | | |
| - Up front e netting (+) tra entrate correnti | 10 | 0 | 0,6 | 1,2 | -3,7 | 1,6 | -4,3 | -5,4 | -6 | -4 | -2,7 |
| - Up front e netting (+) tra entrate in c/capitale | 0 | 0 | 0 | 0 | -5,3 | 0 | -5,3 | -5,4 | -6 | -5,3 | -5,3 |

In caso di sottoscrizione di un contratto derivato come quello qui ipotizzato, i saldi validi ai fini del PSI farebbero registrare *un netto miglioramento* nella prima metà del decennio se *netting* e *upfront* venissero registrati tra le entrate correnti rispetto al caso del mutuo a tasso fisso e a tasso variabile. Il peggioramento delle rate degli ultimi anni è invece reso ancora più evidente dal fatto che gli interessi passivi entrano nel computo del patto a partire dal 2007. Se la contabilizzazione avesse invece seguito le indicazioni prudenziali della Corte (*netting* e *upfront* tra le Entrate del Titolo IV) il saldo del PSI non si sarebbe discostato nella sostanza dal caso del mutuo a tasso fisso.

7. Conclusioni

Il lavoro ha analizzato le interazioni tra l'uso degli strumenti derivati per la gestione del debito degli Enti locali e le norme di contabilità e di disciplina fiscale cui questi enti sono stati soggetti in Italia dagli inizi degli anni Novanta ad oggi. L'analisi ha messo in luce come si sia passati da una fase di elevata regolazione, e totale assenza di incertezza, ad una di ampliamento dell'autonomia di finanziamento che ha consentito il ricorso diretto degli enti al mercato. La ricostruzione degli ultimi interventi normativi evidenzia tuttavia come la progressiva sofisticazione degli strumenti e la crescente integrazione dei mercati finanziari abbiano posto in seria difficoltà il regolatore tanto da indurlo, dopo una fase di ampia libertà, a passare ad una progressiva limitazione dell'autonomia di manovra degli enti, fino al divieto, da oltre tre anni, di sottoscrizione di nuovi contratti derivati. L'utilizzo di derivati consente di ristrutturare il debito con modalità più flessibili e potenzialmente meno onerose rispetto alla tradizionale rinegoziazione. Tuttavia questi strumenti generalmente includono più elementi contrattuali difficili da valutare separatamente, tanto più se – come avviene nel caso degli Enti locali – questi strumenti vengono scambiati *Over The Counter*.

Il lavoro ha analizzato il meccanismo di base attraverso cui opera un derivato (del tipo ammesso per gli Enti locali); a tal fine ha utilizzato uno schema di valutazione della sola componente finalizzata alla ristrutturazione dei flussi d'interesse, applicabile nei singoli periodi di durata dell'operazione, che potrebbe essere impiegato anche per modalità di ristrutturazione del debito tradizionali. Sono stati considerati, inoltre, gli aspetti relativi alla contabilizzazione di operazioni in derivati, mettendo in evidenza, da un lato l'impossibilità della contabilità pubblica di rilevare valori patrimoniali *mark to market*, come questi strumenti richiederebbero, e dall'altro la difficoltà di definire criteri adeguati di registrazione dei flussi di interesse e degli *upfront* ai fini dell'applicazione di regole fiscali. Le problematiche della contabilizzazione sono state quindi messe in relazione con le regole del Patto di Stabilità Interno. In particolare, guardando ai saldi monitorati con il Patto, si evince come in caso di registrazione del *netting* e dell'*upfront* del contratto derivato tra le entrate correnti, il sistema abbia generato un netto vantaggio per il ricorso a ristrutturazioni del debito con IRS, rispetto a casi di mutuo sia a tasso fisso sia a tasso variabile, fornendo un forte incentivo ad intraprendere tali operazioni. Un giudizio sull'efficienza e le potenzialità del ricorso a strumenti di finanza innovativa nella gestione del debito non può tuttavia prescindere dall'assetto generale del finanziamento degli Enti locali. Per evitare incentivi a comportamenti di *moral hazard*, l'autonomia nella gestione del debito

deve essere accompagnata da un adeguato grado di autonomia tributaria. Come emerge dalla descrizione di quanto accaduto nella normativa degli ultimi quindici anni, l'autonomia tributaria e quella di gestione del debito hanno subito in Italia fasi alterne di apertura e restrizione, spesso non coerenti tra loro. Questi sviluppi, inoltre, sono avvenuti in un contesto di consolidamento dei conti pubblici che ha portato all'adozione di regole fiscali per gli Enti locali (PSI). Ne è scaturito un quadro di incentivi contraddittori che ha lasciato ampio spazio per un uso improprio degli strumenti di finanza innovativa, sollevando criticità sulla rappresentatività dei conti ai fini della applicazione della regola fiscale e della valutazione della solidità di alcuni enti.

L'individuazione di regole puntuali per il ricorso a strumenti di finanza innovativa è oggetto di un regolamento ancora in corso di definizione. Questa normativa, insieme a quella riguardante la contabilizzazione dei riflessi sui bilanci, appare particolarmente complessa ed è destinata a subire continui aggiornamenti in reazione alla rapidità dell'innovazione finanziaria.

Le criticità dell'uso della finanza innovativa inducono a considerare più in generale, le difficoltà dell'attuale quadro di regolamentazione del ricorso al debito e delle sue connessioni con la regola fiscale. Da un lato, il limite all'indebitamento basato su un rapporto fisso tra spesa per interessi e voci di entrata appare ormai inadeguato poiché coerente con il contesto di finanza derivata e di indebitamento esclusivamente a tassi fissi in cui fu introdotto. Dall'altro, in un contesto di autonomia gestionale del debito che può alterare il profilo dei flussi di interesse, la regola fiscale del PSI che considera gli effetti del debito solo attraverso i flussi d'interesse annuali che esso genera dovrebbe essere riformulata per estendere l'orizzonte temporale della valutazione dei conti degli enti.

In conclusione, il ricorso ai derivati da parte delle amministrazioni pubbliche non va demonizzato, ma allo stesso tempo non va assolutamente sottovalutato. Come ricorda la rivista *The Economist* «*Some politicians and others responsible for financial regulation blame the growing use of derivatives for increasing volatility in asset prices, and for being a source of danger to their users. Economists mostly regard derivatives as a good thing, allowing more precise pricing of financial risk and better risk management. However, they concede that when derivatives are misused the leverage that is often an integral part of them can have devastating consequences. So they come with an economists' health warning: if you don't understand it, don't use it.*»⁵²

52 *Economics A-Z: definition of Derivatives.*

Appendice

Per valutare l'andamento di una riconversione della passività realizzata con un derivato in un istante di tempo qualunque, nel corso della durata del contratto, è possibile rappresentare il risultato dell'operazione come somma del valore attuale dei differenziali d'interesse passati e dei differenziali d'interesse futuri. Quest'ultimo corrisponde al prezzo *mark to market* del contratto derivato:

$$VO = VA \text{ differenziali passati} + VA \text{ differenziali futuri} = VA \text{ differenziali passati} + \text{prezzo derivato}$$

dove VO rappresenta, ad esempio, la valutazione di un'operazione di riconversione di una passività a tasso fisso ad una a tasso variabile. In base alle strutture dei tassi osservate l'operazione sarà valutata in ciascun momento: finanziariamente conveniente se $VO > 0$; indifferente se $VO = 0$; non conveniente se $VO < 0$.

Al momento dello scambio dei flussi d'interesse è possibile rappresentare VO nel modo seguente:

$$VO = VA \text{ differenziali passati} + VA \text{ differenziali futuri} + \text{flusso scambiato} \\ = VA \text{ differenziali passati} + \text{prezzo derivato} + \text{flusso scambiato}$$

che corrisponde all'espressione [1] riportata nel testo.

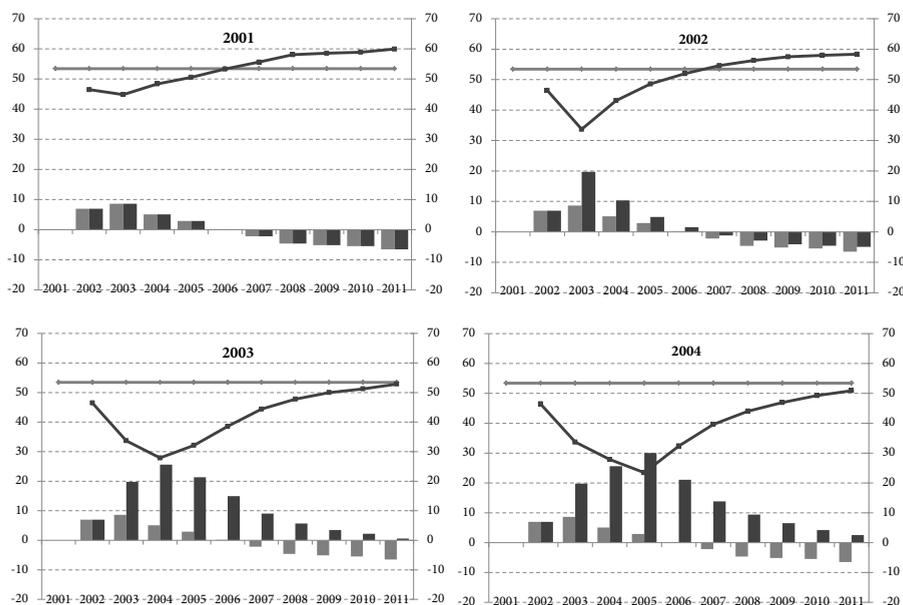
In questa appendice si riportano i risultati di un esercizio che calcola questa scomposizione per un'operazione IRS di tipo pago variabile/ricevo fisso, senza opzioni *cap* o *collar*, con le caratteristiche riassunte nella tabella A1 (per semplicità abbiamo trascurato tutte le complicazioni legate ad effetti di calendario). L'esercizio utilizza le strutture dei tassi *swap* in euro di fonte Bloomberg osservate nel periodo 2001-2011 nelle date di scambio del differenziale d'interesse. I flussi d'interesse della gamba fissa sono calcolati al tasso *swap* a 10 anni rilevato al momento della sottoscrizione (2 gennaio 2001). I flussi della gamba variabile sono indicizzati al tasso *swap* a 12 mesi rilevato alla chiusura del primo giorno lavorativo dell'anno precedente (senza prevedere alcuno *spread*). L'esercizio è stato svolto assumendo assenza e presenza di un *upfront*. Per i flussi realizzati si è adottata l'ipotesi di re-investimento/indebitamento annuale (fino alla data di valutazione) delle somme positive/negative scambiate in ciascun periodo, applicando i tassi effettivamente osservati. I flussi futuri sono stati attualizzati con i tassi a pronti rilevati sul mercato nell'istante di valutazione.

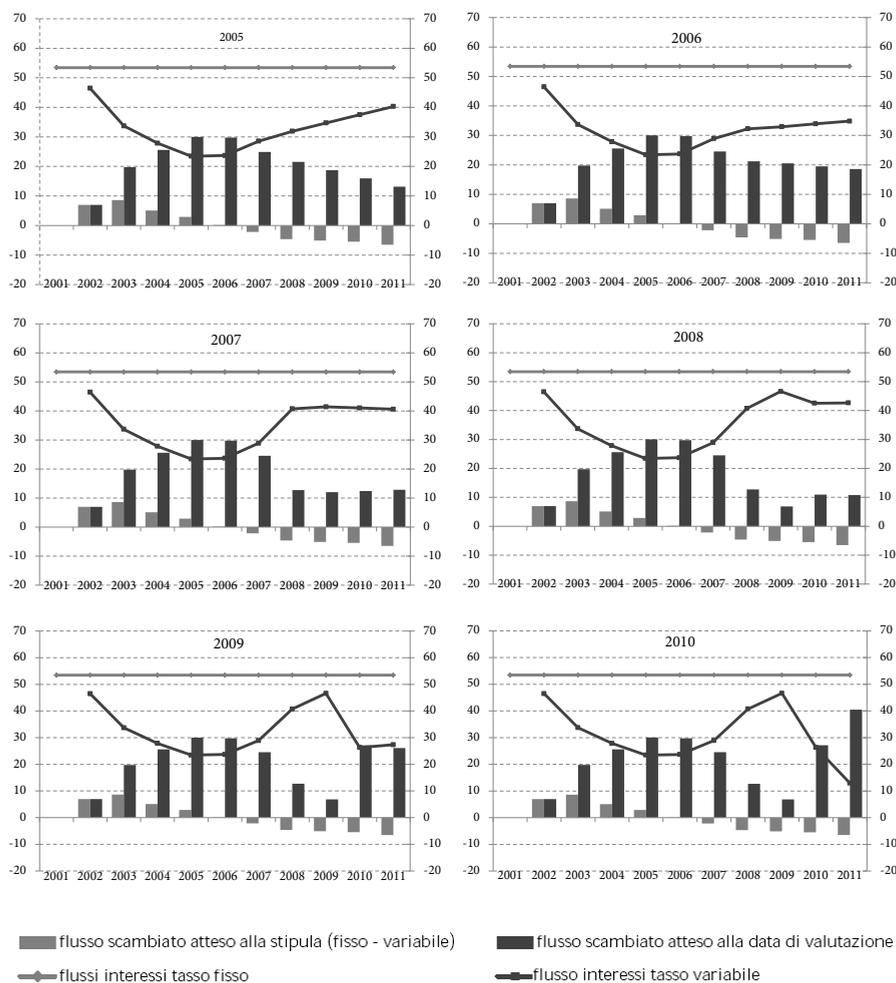
Tab. A1 : Caratteristiche dell'operazione IRS ipotizzata

| senza upfront | | con upfront | |
|------------------------|---|------------------------|---|
| Data stipula contratto | 02/01/2001 | Data stipula contratto | 02/01/2001 |
| Scadenza | 02/01/2011 | Scadenza | 02/01/2011 |
| Tasso variabile | IRS 12 mesi | Tasso variabile | IRS 12 mesi + spread 137 bp |
| Tasso fisso | 5,345% (IRS a 10 anni alla data di stipula) | Tasso fisso | 5,345% (IRS a 10 anni alla data di stipula) |
| Scambio flussi | annuale (data godimento) | Scambio flussi | annuale (data godimento) |
| Passività sottostante | 1.000.000 | Passività sottostante | 1.000.000 |
| Prezzo alla stipula | 0 | Prezzo alla stipula | -100.000 |

In assenza di *upfront*, alla stipula il contratto sconta un differenziale di flussi positivi nella prima parte del periodo e negativi nella seconda. L'andamento effettivo dei tassi ha prodotto invece differenziali d'interesse sempre positivi. La Fig. A1 riporta, per ciascun periodo, i valori dei flussi scambiati fino a quello momento e di quelli impliciti nella curva *forward* allora osservata sul mercato; in basso riporta il differenziale corrispondente, raffrontandolo con quello registrato alla stipula.

Fig. A1: Andamento dei flussi d'interesse dalla stipula alla chiusura del contratto



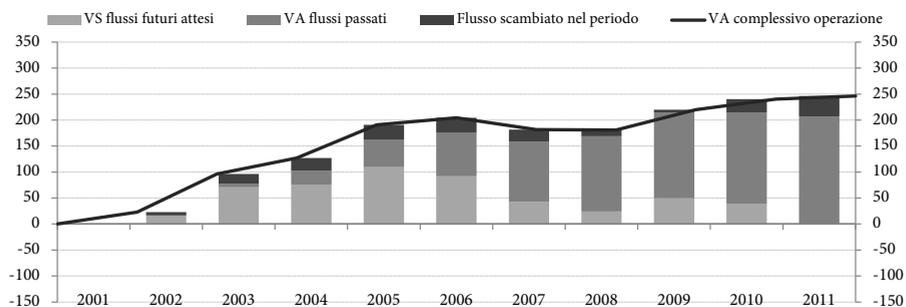


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. Note: Caso di assenza di upfront - migliaia di euro.

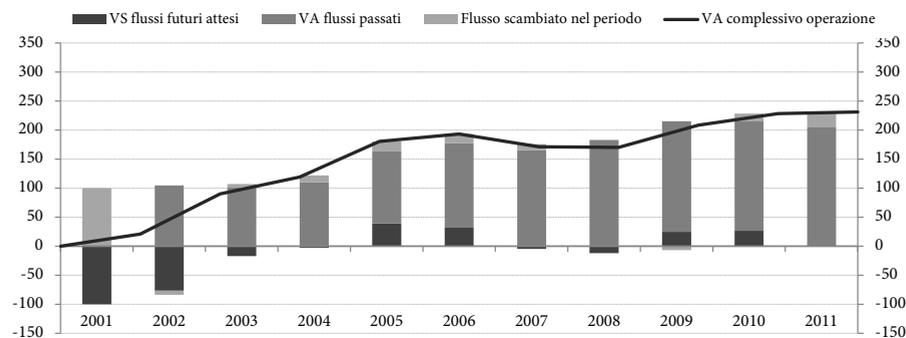
Dall'esercizio di scomposizione di VO emerge che l'andamento fatto registrare dai tassi (sistematicamente più favorevole rispetto alla curva *forward* iniziale), avrebbe reso a posteriori la scelta di convertire il debito a tasso fisso in un debito a tasso variabile sempre conveniente. In particolare, l'operazione si è presentata positiva in tutte e tre le sue componenti, in ogni periodo preso in considerazione (Fig. A2a). Questo è dovuto al fatto che tra il 2001 ed il 2011 il tasso IRS a 12 mesi non è mai stato superiore a quello a 10 anni pattuito al momento della stipula.

Fig. A2: Scomposizione del valore attuale dell'operazione effettivamente registrato in ciascun periodo

senza upfront



con upfront (10%)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Bloomberg. Note: migliaia di euro.

La permanenza di un valore positivo dell'operazione complessiva, si sarebbe mantenuta anche nel caso in cui l'IRS avesse previsto l'incasso di un *upfront* di dimensioni superiori a quelle consentite dalla normativa. Assumendo, ad esempio, un *upfront* pari al 10 per cento del nominale, VO avrebbe una linea leggermente smussata rispetto alla precedente, ma sempre positiva (Fig. A2b). Tale andamento è dovuto ad un valore scontato dei flussi futuri (prezzo del derivato) anche negativo controbilanciato dal valore positivo delle altre componenti. Si noti che, trattandosi di un'operazione equa e priva di costi, il prezzo del derivato alla stipula coincide nell'esempio con l'*upfront* incassato. Per valutare correttamente ad una certa data l'operazione di ristrutturazione del debito con la sottoscrizione dello *swap* non è pertanto sufficiente osservare esclusivamente il prezzo dello strumento derivato.

Bibliografia

- Balassone, F., Monacelli D., (1999), "EMU Fiscal Rules: is there a Gap?", Temi di discussione, n. 375, Banca d'Italia.
- Balassone, F., Franco, D., (2000), "Public Investment, the Stability Pact and the 'Golden Rule'", Fiscal Studies, vol. 21, n. 2, pp. 207-229.
- Balassone, F., Franco D., (2001a), "Fiscal federalism and the Stability and Growth Pact: A difficult union", in Banca d'Italia (ed.) Fiscal Rules, pp. 601-634.
- Balassone, F., Zotteri, S., (2001b), "Il Patto di Stabilità Interno due anni dopo: norme più "morbide", risultati deludenti", Economia Pubblica, n. 6, pp. 53-75.
- Balassone, F., Franco, D., Zotteri, S., (2001c), "Il primo anno di applicazione del patto di stabilità interno", Economia pubblica, n. 2, pp. 5-26.
- Balassone, F., Franco, D., Momigliano, S., Monacelli, D., (2003), "Italy: Fiscal Consolidation and its Legacy", in Banca d'Italia (ed.), Fiscal Impact, pp. 780-843.
- Balassone, F., Franco, D., Giordano, R., (2004a), "Market-induced fiscal discipline: Is there a fall-back solution for rule failure?", in Banca d'Italia (ed.), Public debt, pp. 390-426.
- Balassone, F., Franco, D., Zotteri, S., (2004b), "Public debt: A survey of policy issues", in Banca d'Italia (ed.), Public debt, pp. 28-68.
- Balassone, F., Cesaroni, G., Gisci, G., Mazzotta, B., Mocavini, B., e Monacelli, D., (2008), "Fiscal Consolidation in an evolving Institutional Framework: the Italian Experience", I International Workshop on Public Expenditure, Ragioneria Generale dello Stato, Aprile.
- Brunila, A., Buti M., Franco, D., (eds.) (2001), The stability and growth pact: the architecture of fiscal policy, Palgrave Basingstoke.
- Bardozzetti A., Franco, D., Vadalà, E., (2008), Debito pubblico e decentramento in Italia, Federalismo Fiscale n.1/2008, pp. 51-106.
- Benvenuti M., Calò A., (2000), Le obbligazioni degli enti territoriali: analisi e commenti, Studi e Note di Economia 2/2000, pp. 93-122.
- Bisio, L., Nicolai, M., (2010), Patto di Stabilità e federalismo fiscale – Regole per il 2010 e proposte per il futuro, Maggioli Editore.
- Bosi, P., Matteuzzi M., Guerra M. C., (2003), "Patto di stabilità e crescita e Patto di stabilità interno: lezioni dall'Europa e proposte di riforma nella prospettiva della Finanziaria per il 2004", WP Centro Analisi Politiche Pubbliche, Modena.

Brugnano, C., Rapallini, C., (2009), "I patti di stabilità interni: una verifica con i dati dei certificati dei conti consuntivi", *Economia Pubblica*, n. 1-2, pp. 57-89.

Cannata, M., Iacovoni, D., Scalera S., Turco, M., (2004), "Public debt: A survey of policy issues", in Banca d'Italia (ed.), *Public debt*, pp. 853-882.

Castellani, G., De Felice, M., Moriconi, F., Mottura, C., (1993), *Un corso sul controllo del rischio di tasso di interesse*, Il Mulino, Bologna.

Castellani, G., De Felice M., Moriconi, F., (2006), *Manuale di finanza*, vol. I, II, III, Il Mulino, Bologna.

Cesari, R., (2009), *Introduzione alla finanza matematica*, Springer, Milano.

Corte dei Conti (2011), *Rapporto 2011 sul coordinamento della finanza pubblica*, Roma.

Corte dei Conti (2009), "Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni", Audizione presso Senato della Repubblica 6^a Commissione - Finanze e Tesoro, Roma.

Dafflon, B., (2002), (ed.) "Local Public Finance in Europe: Balancing the Budget and Controlling Debt", *Studies in Fiscal Federalism and State-Local Finance Series*. Edward Elgar, Cheltenham-Northampton.

Dafflon, B., (2010), "Local debt: from budget responsibility to fiscal discipline", Paper presented at the IEB 6th Symposium on Fiscal Federalism, Barcelona, June 14-15, 2010.

De Felice, M., Moriconi, F., (1991), *La teoria dell'immunizzazione finanziaria. Modelli e strategie*, Il Mulino, Bologna.

Della Torre, G., (2009), "Il debito del Tesoro e degli Enti locali nell'Italia liberale, 1864-1914: disavanzi di parte corrente, investimenti in opere pubbliche e gestione del debito pregresso", *Rivista di Storia Finanziaria*, n. 12, pp. 7-33.

Franco, D., (2009), "Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni", Audizione presso Senato della Repubblica 6^a Commissione - Finanze e Tesoro, Roma.

Gastaldi, F., Giuriato L., (2009), "Il Patto di stabilità interno: l'esperienza italiana e il confronto con i paesi dell'Unione monetaria europea", *Munich Personal RePEc Archive*, (<http://mp.ra.ub.uni-muenchen.de/15183/>).

Giarda, P., Goretti C., (2001), "Il patto di stabilità interno: l'esperienza del 1999-2000", in Verde A. (a cura di) *Temi di finanza pubblica*, Cacucci, Bari.

Hull, J. C., (2009), *Opzioni futures e altri derivati*, Pearson Paravia, Milano.

IFEL- Istituto per la Finanza e l'Economia Locale, Banca dati sulle Emissioni di titoli obbligazionari (www.portale.webifel.it).

Isae (2007), *Rapporto Finanza Pubblica e Istituzioni* (2007).

Monorchio, A., Mottura, C.D., (2008), "Derivati e finanza pubblica. Considerazioni sul dibattito in Italia tra enti e banche", *Economia Italiana* 1/2010, pp.143-162, Roma.

Nigro, M., (2001), "Le fonti di finanziamento degli Enti locali italiani", *Liuc Papers* n. 97, dicembre.

Osservatorio per la finanza e la contabilità degli Enti locali (2008), *Finalità e postulati dei principi contabili degli Enti locali*, Testo approvato dall'Osservatorio il 12 marzo 2008, Ministero dell'Interno.

Patrizii, V., Rapallini, C., Zito, G., (2006), "I Patti di Stabilità Interni", *Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze*, Anno LXV, Fasc. 1. pp. 156-189.

Ragioneria Generale dello Stato, Ispettorato Generale di Finanza (2009), "Le risultanze delle indagini svolte dai servizi ispettivi di finanza pubblica in materia di bilanci degli Enti locali. Prospettive e proposte operative", *Studi e pubblicazioni*, Roma, Maggio.

Rodden, J., (2006), "Achieving Fiscal Discipline in Federations: Germany and the EMU", in Wierst, P., Deroose, S., Flores E., Turrini, A., (eds.) *Fiscal Policy Surveillance in Europe*, Palgrave MacMillan.

Sciandra, L., (2008), "I derivati degli Enti locali: origine, dimensione e criticità", in *Finanza Pubblica e Istituzioni*, ISAE Roma.

Senato della Repubblica, 6a Commissione (Finanze e Tesoro), (2009), *Atti dell'Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, Roma (<http://www.senato.it/leg/16/BGT/Schede/ProcANL/ProcANL-scheda16570.htm>).

UGDC Unione Giovani Dottori Commercialisti (2007) – "Commissione di studio Enti locali - I derivati finanziari - riflessi sul patto di stabilità 2007-2009 e ruolo dei revisori dei conti", disponibile su *Knos* n. 8 (www.knos.it/docu/vedi.file/File-6095/definitivo.pdf).

Vegas, G., (2009), "Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni", in *Audizione alla 6a Commissione del Senato*. Roma, 25 febbraio.