

Associazione Italiana di Scienze Regionali
XXXII Conferenza scientifica annuale

Torino, 15-17 settembre 2011

Derivati ed economie regionali

di Loris Nadotti*

Il clima di incertezza, la crescente attenzione per gli effetti di spinte inflazionistiche, l'integrazione e la globalizzazione dei mercati hanno contribuito ad accrescere la sensibilità dei gestori della finanza degli enti locali nei confronti del rischio rappresentato dalle variazioni dei tassi di interessi e degli effetti che queste producono sugli oneri per la remunerazione del debito.

Negli enti locali si è progressivamente assistito al passaggio da una gestione passiva degli strumenti di debito, dell'instabilità e dell'imprevedibilità al cosiddetto *financial risk management*, inteso come modalità di controllo dei rischi finanziari, al fine di un equilibrato sviluppo dei flussi in entrata ed in uscita e della tutela della capacità di indebitamento.

In tal senso, il mercato degli strumenti derivati e, in particolare, quello degli interest rate swap ha rappresentato, laddove correttamente applicato, uno strumento utile per la ristrutturazione del debito in essere presso gli enti stessi: in casi documentati, la ristrutturazione del debito a medio-lungo termine ha dato luogo ad un miglioramento del giudizio di affidabilità complessiva di alcuni enti che, avendo utilizzato correttamente i derivati, sono riusciti a migliorare il loro rating, con un beneficio diretto nel collocamento di titoli obbligazionari di propria emissione. I benefici principali che gli enti locali possono conseguire da un'attenta applicazione del financial risk management e dall'utilizzo degli strumenti della finanza derivata consistono nel superamento di una visione statica del debito residuo rappresentato da mutui e prestiti obbligazionari; nella possibilità di intervenire sulle caratteristiche del passivo, evitando di erodere i margini disponibili del plafond di indebitamento massimo; nella stabilizzazione delle condizioni di equilibrio finanziario, grazie alla possibilità di ottimizzare il costo dell'indebitamento in relazione all'andamento dei tassi di interesse di mercato; nella creazione di margini di manovra finanziaria più ampi da destinare alle spese per investimenti. I problemi maggiori sia sul piano formale, sia soprattutto da un punto di vista sostanziale sono stati riscontrati, invece, in occasione di manovre che, attraverso l'uso di tali strumenti, hanno teso a soddisfare esigenze contingenti di bilancio o, peggio ancora, la copertura di disavanzi di parte corrente. A ciò si aggiunge molto spesso la scarsa trasparenza delle condizioni di offerta da parte della maggioranza degli intermediari finanziari, che ha trasformato questo ambito di attività in un tipico "mercato del venditore", in cui gli intermediari finanziari possono trarre vantaggio da una posizione privilegiata.

La rilevanza del tema in parola appare evidente considerando la possibilità per gli enti pubblici di adottare strategie di copertura o di cambiare radicalmente le

* Professore Ordinario di Economia degli intermediari finanziari, Università degli studi di Perugia, Facoltà di Economia.

caratteristiche della propria struttura finanziaria, creandone una nuova, detta “sintetica”, che corrisponda ai rispettivi obiettivi.

Sulla materia si sono susseguiti numerosi passaggi normativi che, sebbene frutto di elaborazioni successive, appaiono ispirati alla volontà comune di accompagnare l’evoluzione tecnica e la rapida crescita di un mercato caratterizzato da un considerevole tasso di innovazione finanziaria.

Obiettivo del presente lavoro è quello di proporre alcune riflessioni sulla diffusione degli strumenti derivati negli enti locali, sottolineando la necessità, per i gestori della finanza degli enti stessi, di possedere piena percezione e controllo dell’entità dei rischi assunti con tali operazioni: in passato, ad esempio, si è spesso operato con orizzonti di valutazione di breve periodo, non tenendo in dovuta considerazione l’impossibilità di previsioni attendibili oltre un biennio e gli effetti moltiplicativi intrinseci alla struttura degli strumenti stessi.

Dopo aver ricordato e commentato le regole prudenziali minime che devono guidare e delimitare l’attività degli enti pubblici in questo comparto e i principali e più recenti interventi normativi in materia, saranno presentate alcune evidenze relative al mercato italiano dei contratti derivati, con particolare riferimento agli enti territoriali.

1. Cenni introduttivi

Negli ultimi anni nella maggior parte degli enti locali della pubblica amministrazione si è sviluppata una concezione più evoluta e dinamica dell'attività di gestione del debito. In generale, si è cercato di promuovere operazioni di ristrutturazione orientate a evitare di subire passivamente le oscillazioni del mercato dei tassi di interesse, a volte cercando di trarre vantaggi economici dai mutamenti nella composizione delle passività. La motivazione di un ricorso sempre più frequente al *liability management* va ricercata nella necessità di maggiori margini di manovra finanziaria nei bilanci degli enti al fine di sostenere le attività di investimento altrimenti non realizzabili. In questo senso si è tentato di procedere alla ricomposizione del portafoglio delle passività a medio e lungo termine cercando di trarre vantaggio dalla congiuntura dei mercati finanziari.

In questo contesto, nell'ultimo decennio, le pubbliche amministrazioni si sono avvalse di strumenti finanziari evoluti e complessi raccolti spesso sotto la denominazione generica di "derivati". Generalmente, tali strumenti sono stati negoziati dagli enti stessi mediante contratti distinti dalle passività sottostanti, ma ad essi strettamente collegati nel valore di mercato. Il risultato più appariscente è stato quello di gestire così l'indebitamento preesistente degli enti in funzione dell'andamento corrente del mercato e delle previsioni del momento, senza dovere procedere a rinegoziare direttamente i debiti precedentemente accesi.

Nel quadro del processo di deregolamentazione e di rafforzamento delle autonomie locali, nell'ultimo decennio, è così scaturita per le amministrazioni pubbliche locali la possibilità di un maggiore impiego di strumenti da destinare alla copertura dei rischi finanziari soprattutto a seguito della L. 28/12/2001 (legge finanziaria 2002, art. 41), che concesse ad enti locali, consorzi tra enti territoriali e regioni la facoltà di "*...emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito*". In termini operativi, il contenuto della norma citata rappresentò un esplicito invito agli enti a passare da una gestione passiva degli strumenti di debito, dell'instabilità e dell'imprevedibilità al cosiddetto *financial risk management*, inteso come modalità di controllo dei rischi

finanziari, al fine di un equilibrato sviluppo dei flussi in entrata ed in uscita e della tutela della capacità di indebitamento.

In sintesi, i benefici principali che si riteneva che gli enti locali avrebbero potuto conseguire da un'attenta applicazione del *financial risk management* e dall'utilizzo degli strumenti della finanza derivata consistono:

- nel superamento di una visione statica del debito residuo rappresentato da mutui e prestiti obbligazionari;
- nella possibilità di intervenire sulle caratteristiche del passivo, evitando di erodere i margini disponibili del *plafond* di indebitamento massimo;
- nella possibilità di ridefinire i flussi finanziari derivanti da una determinata struttura del passivo;
- nello sfruttamento a proprio vantaggio di qualsiasi movimento della curva dei tassi di interesse a termine;
- nella stabilizzazione delle condizioni di equilibrio finanziario, grazie alla possibilità di ottimizzare il costo dell'indebitamento in relazione all'andamento dei tassi di interesse di mercato;
- nella creazione di margini di manovra finanziaria più ampi da destinare alle spese per investimenti;
- nella possibilità di migliorare il proprio *rating* per effetto della ristrutturazione dei debiti pregressi.

In una prima fase (triennio 2002-2004), da parte degli amministratori di molti Enti locali venne quasi completamente trascurata la necessità di un utilizzo degli strumenti derivati improntata ad una logica non speculativa e si operò spesso con orizzonti di valutazione di breve periodo, non considerando adeguatamente l'inaffidabilità di previsioni pluriennali sull'andamento dei tassi di interesse e gli effetti moltiplicativi dei rischi intrinseci alla struttura degli strumenti stessi. L'etimologia della parola "derivati" denota come il valore corrente di tali strumenti finanziari dipenda da quello di un'attività sottostante (*underlying asset*), che può assumere natura finanziaria (tasso d'interesse, prezzo di uno strumento finanziario, prezzo di una merce, tasso di cambio in valuta estera, indice di prezzi o tassi) o reale.

Il risultato finanziario (*payoff*) dello strumento dipende, quindi, dalla relazione che lega il valore del derivato al sottostante e che può articolarsi secondo diversi gradi di complessità.

Le finalità per cui si utilizzano strumenti finanziari derivati sono essenzialmente tre:

- *di copertura o hedging*, per minimizzare il rischio finanziario di un portafoglio, sfruttando la possibilità di assumere, mediante la sottoscrizione del contratto, una posizione di segno opposto rispetto a quella da cui origina il rischio che si intende coprire;
- *speculativa*, assumendo esposizioni al rischio per conseguire un profitto, che riflette essenzialmente una scommessa sull'andamento della variabile sottostante, coerente con le proprie aspettative sull'evoluzione dei prezzi di un determinato mercato;
- *di arbitraggio*, conseguendo un profitto privo di rischio attraverso transazioni combinate sul derivato e sul sottostante tali da cogliere eventuali differenze di valorizzazione.

E' immediatamente percepibile come la natura degli enti pubblici locali e le loro finalità istituzionali avrebbero dovuto rendere possibili tali operazioni solo per la prima tipologia di finalità.

I principali strumenti finanziari derivati sono rappresentati dalle seguenti categorie :

- *futures e forward*, ovvero contratti a termine in cui le parti stabiliscono di scambiarsi un determinato bene ad una data futura e ad un prezzo prefissato al momento della stipula del contratto. Oggetto dei contratti possono essere, ad esempio, strumenti finanziari, *commodities*, indici di borsa o valuta.
- *swaps*, cioè contratti mediante i quali due parti si impegnano a scambiarsi reciprocamente, a date prestabilite, flussi di cassa, costanti o variabili, sulla base di uno schema predefinito.
- *opzioni*, contratti che attribuiscono all'acquirente, previo pagamento di un corrispettivo, detto premio, il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare (opzione *call*) o di vendere (opzione *put*), una determinata attività sottostante ad una certa data (opzione europea) o entro una certa scadenza (opzione americana).

Per quanto concerne le operazioni finanziarie promosse dagli enti locali della pubblica amministrazione, la categoria di riferimento prevalente è quella dei derivati sui tassi d'interesse che, in varia forma, sono riscontrabili in tutte e tre le forme sopra richiamate. Come accennato in precedenza, con tali operazioni gli enti promotori hanno teso a creare una posizione finanziaria uguale e contraria al debito a tasso variabile/fisso che, in caso di aumento/riduzione dei tassi stessi, generasse flussi di cassa positivi in grado di compensare i maggiori oneri finanziari effettivi o teorici.

I contratti swap a cui hanno fatto ricorso gli enti locali prevedevano, nella quasi totalità dei casi, che una controparte, la banca, corrispondesse all'altra, l'ente, un premio, definito *upfront*, al momento della stipula del contratto, come anticipazione attualizzata degli interessi in seguito dovuti all'ente pubblico.

In dettaglio, qualora i flussi generati dal derivato, con segno contabile opposto, siano uguali, il *mark to market* dello swap sarà pari a zero, mentre, in caso contrario, la differenza corrisponderà all'importo, detto *upfront*, pagato dalla parte che riceverà il flusso con valore maggiore; rispettivamente, si parla di contratti *par* nel primo caso e *non par* nel secondo.

La questione relativa all'*upfront* ha assunto negli scorsi anni notevole importanza, a seguito proprio della diffusione degli strumenti derivati tra gli enti locali della P.A. I contratti, molti dei quali ancora in essere, prevedevano un premio di liquidità che gli enti hanno incassato contestualmente alla stipula del contratto (da qui la definizione di *upfront*), a fronte dell'accettazione di oneri futuri e di condizioni contrattuali spesso non vantaggiose o penalizzanti per l'ente medesimo. In questo modo gli enti locali, attraverso le operazioni in derivati, hanno comunque conseguito la possibilità di disporre, nel breve periodo, di flussi di liquidità aggiuntiva, come sarebbe accaduto con operazioni di indebitamento propriamente definite. D'altro canto, la stipula di derivati con valore di mercato negativo, a fronte dei quali l'ente riceve una immediata contropartita in denaro, genera il rischio di scaricare, sui futuri esercizi finanziari gli oneri economici dell'operazione, creando così un netto distacco temporale tra l'amministrazione responsabile del contratto e quella che sarà chiamata in futuro a gestirne rischi ed oneri. Spesso nelle operazioni più frequentemente promosse dalle pubbliche amministrazioni locali, ovvero quelle basate sullo scambio di flussi di interessi (*interest rate swap*, più brevemente I.R.S.), non si è provveduto

neppure a distinguere vantaggi, oneri e rischi connessi alle differenti fasi delle operazioni stesse.

Infatti, nel considerare un'operazione di I.R.S. occorre tenere presente della sua strutturazione in due fasi:

- 1) quella relativa al pricing, che concerne il momento del perfezionamento del contratto, consiste, attraverso il vincolo di parità iniziale, nel determinare il tasso fisso d'equilibrio, ovvero quel tasso per cui il valore attuale dei flussi finanziari a tasso fisso risulti uguale a quello dei flussi finanziari a tasso variabile, tenendo conto dell'eventuale spread a remunerazione del rischio;
- 2) quella successiva, di determinazione del *mark to market*, che è riferita ad un qualsiasi istante successivo alla chiusura del contratto e che consiste nello stabilire il valore del contratto sulla base della struttura a termine dei tassi di interesse in quell'istante. Il *mark to market* di un IRS viene pertanto calcolato come differenza algebrica tra il valore attuale dei flussi indicizzati a tasso fisso e il valore attuale dei flussi indicizzati a tasso variabile, eventualmente maggiorato di uno spread e il segno del valore così ottenuto dovrà, poi, tenere conto della posizione della controparte.

In linea di principio e per rilevare il contrasto con quanto è stato possibile osservare nella realtà, è opportuno ricordare le regole prudenziali minime che avrebbero dovuto guidare e delimitare l'attività degli Enti pubblici in questo comparto:

1. l'accensione di contratti su strumenti derivati avrebbe dovuto verificarsi solo in presenza di un debito il cui ammontare massimo fissa il capitale nozionale di riferimento;
2. l'utilizzo di strumenti derivati non deve produrre effetti sul grado di leva finanziaria e, di conseguenza, non deve modificare l'ammontare del debito in essere;
3. la logica ispiratrice dell'attività in derivati deve essere diretta al perseguimento della diversificazione del profilo di rischio del debito complessivamente inteso, mirando ad un *mix* ottimale tra le condizioni di tasso applicate alle singole operazioni in relazione all'andamento previsto dei rendimenti di mercato;

4. le condizioni contrattuali, la natura e la solvibilità della controparte devono garantire l'assenza di rischio di inadempimento;
5. occorre un'attenta valutazione del rischio di insolvenza dell'ente - a carico della banca ed elemento determinante dell'onere complessivo dell'operazione - stimabile nel costo che essa sopporterebbe, nel caso in cui il derivato sottoscritto avesse valore positivo, nell'ipotesi di inadempienza dell'ente sottoscrittore nel periodo di vigenza del contratto;
6. la rilevanza ai fini della determinazione delle condizioni contrattuali anche del rischio di insolvenza della banca contraente, a carico dell'ente, quantificabile nel costo che esso sarebbe chiamato a sopportare, se il derivato avesse valore positivo, nel momento in cui la banca divenisse inadempiente rispetto agli obblighi assunti;
7. la percezione e il continuo monitoraggio del rischio di mercato, relativo ai rischi di volatilità e liquidità tipici delle clausole aleatorie presenti nel contratto;
8. l'avvio dell'impegno nel comparto degli strumenti derivati comporta, contemporaneamente, la stesura e l'applicazione di efficaci programmi di gestione della liquidità (detenuta al di fuori del regime di tesoreria unica) tesi a massimizzare il rendimento delle giacenze liquide, eventualmente generate dagli strumenti stessi, per ridurre in tal modo i costi del debito.

2. Le modifiche normative e regolamentari e la situazione attuale

L'eccessiva disinvoltura e le tendenze speculative riscontrabili in molte delle operazioni promosse dal 2001 al 2003 dagli enti locali della Pubblica Amministrazione indussero il legislatore ad introdurre significative novità con le disposizioni contenute nell'art. 41 del Decreto 1 dicembre 2003, n. 389. Con esso, fermo restando l'obbligo della copertura del rischio di cambio mediante *swap* per le emissioni in valute diverse dall'euro, vennero individuate le operazioni in strumenti derivati che, in base alle correnti tipologie presenti sul mercato, potevano essere concluse con l'obiettivo di conferire maggiore solidità al bilancio degli enti pubblici locali. Questo soprattutto mediante l'esplicito collegamento tra passività sottostanti effettivamente in essere ed operazioni derivate per la copertura del rischio di cambio o di tasso, in modo tale da

evitare rischiose esposizioni “sintetiche” che non avessero trovato diretta corrispondenza nell’indebitamento dell’ente contraente. Tra i vari strumenti derivati scambiati sul mercato, vennero esplicitamente elencati quelli con il profilo di rischio più contenuto o che avessero ridotto l’esposizione ai rischi assunti in precedenza. Inoltre, la preoccupazione di evitare il trasferimento dei costi dell’indebitamento contratto su esercizi futuri indusse ad escludere il differimento della scadenza delle operazioni in derivati rispetto a quella del nozionale sottostante. Si stabilì, tra l’altro, che la ristrutturazione di una passività esistente non dovesse produrre un “*profilo crescente dei valori attuali*” dei flussi di pagamento da parte dell’ente. Il fine di contenere l’esposizione al rischio dell’ente fu perseguito, inoltre, con la disposizione contenuta al quarto comma dello stesso art. 41, che ribadisce il requisito dell’adeguato merito di credito (*rating*) degli intermediari controparti dei contratti derivati e introduce l’indicazione di suddividere tra più controparti il totale di operazioni derivate poste in essere (oltre l’ammontare complessivo di 100 milioni di euro).

Lo stesso decreto n. 389/2003 ha stabilito il divieto di corresponsione all’ente di *upfront* superiori all’1 % del nozionale, per evitare che gli enti locali si rivolgessero alle operazioni in derivati soltanto come forma di finanziamento. Inoltre, secondo la Corte dei Conti, tale anticipazione finanziaria, destinata a riflettersi sullo spread o ad essere scontata sui tassi contrattuali, rappresenta una forma di ricorso al mercato finanziario per la quale è necessario il rispetto delle stesse condizioni e vincoli stabiliti per qualsiasi altra ipotesi di indebitamento. Il riferimento è soprattutto all’articolo 119 della Costituzione, il quale afferma, tra l’altro, che “ i Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni possono ricorrere all’indebitamento solo per finanziare spese di investimento “.

Infine, come chiarito sia dalla Corte dei Conti, sia dal Ministero dell’Economia, gli Enti locali non dovrebbero far ricorso, come invece spesso è avvenuto, ad operazioni che prevedono la corresponsione di *upfront* solo per compensare il Mark to Market negativo relativo ad un precedente contratto, in quanto ciò determinerebbe, per lo stesso Ente, condizioni contrattuali sempre più onerose e un valore di mercato dei contratti stipulati sempre più negativo.

Il Dipartimento del Tesoro, considerata la particolare complessità della materia, intervenne successivamente con una circolare esplicativa del D.M. del 1 dicembre 2003,

n. 389 indirizzata agli enti territoriali, alle autorità di controllo ed al sistema bancario, affinché le disposizioni contenute nel regolamento potessero essere interpretate in modo conforme allo spirito della normativa. Si sottolineò, con essa, il potenziale di rischio legato all'operatività in derivati e, per gli intermediari, l'obbligo di rendere totalmente consapevole e trasparente l'assunzione di tali rischi da parte degli enti. Con tale provvedimento vennero chiaramente esplicitate le categorie di operazioni che gli enti avrebbero potuto negoziare:

- *swap* su tassi di interesse;
- acquisto di *cap* di tasso di interesse, in cui viene stabilito un livello soglia del tasso variabile oltre il quale l'acquirente del *cap* (in questo caso l'ente) paga un tasso fisso predeterminato;
- acquisto di *collar* di tasso di interesse, in cui all'ente acquirente viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di una fascia avendo prestabiliti minimo ed un massimo;
- acquisto di *forward rate agreement*, contratti in cui due parti concordano il tasso di interesse che l'acquirente del *forward* si impegna a pagare su un capitale stabilito ad una determinata data futura.

Si prescrisse inoltre che tali operazioni potessero essere negoziate con la tecnica "*plain vanilla*", ovvero nella forma più semplice e priva di qualsiasi clausola che potesse essere per l'ente fonte di ulteriori rischi finanziari. La legge 24 dicembre 2007, n. 244 (legge Finanziaria 2008), con alcune specifiche prescrizioni in essa contenute, ha introdotto ulteriori elementi di maggior trasparenza nei termini contrattuali delle operazioni in questione, sulla base degli schemi proposti dall'associazione internazionale ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*). In particolare, si è stabilito di specificare un insieme di elementi informativi che diano consapevolezza alla controparte ente pubblico dei contenuti dei contratti e degli effetti in termini di rischio insiti nelle stesse operazioni, demandando ad un successivo decreto – da emanare sentite Consob e Banca d'Italia – i dettagli tecnici necessari al raggiungimento di tale obiettivo. Infine, con l'art. 62 del d.l. 25 giugno 2008, n. 112 convertito con modificazioni nella legge 6 agosto 2008, n. 133, il legislatore ha stabilito ulteriori vincoli all'operatività in derivati da parte degli enti pubblici. E' stato previsto, infatti, il «divieto di stipulare fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma

2, e comunque per il periodo di un anno decorrente dalla data di entrata in vigore del presente decreto, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati», congelando di fatto l'operatività che è stata limitata alla sola chiusura anticipata di operazioni già in essere e facendo rinvio ad un regolamento, attualmente in corso di approvazione, per quanto attiene alla «tipologia dei contratti finanziari derivati» negoziabili dagli enti pubblici[†].

Infine, la *Legge Finanziaria per il 2009* ha previsto la possibilità per gli enti locali di procedere ad una ristrutturazione della passività sottostante al contratto derivato, con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura. Si è stabilito, inoltre, che la nullità dei contratti, stipulati in violazione delle disposizioni previste dalla legge, possa essere fatta valere soltanto dall'Ente.

La sintesi del quadro normativo appena tracciata è testimonianza delle difficoltà che gli enti pubblici locali si sono trovati ad affrontare utilizzando gli strumenti derivati per la gestione dei propri debiti, in particolare esse hanno riguardato:

1. l'impossibilità di procedere ad una corretta stima del rischio in corso, insito in queste operazioni, soprattutto da parte di quelle amministrazioni pubbliche più piccole, sprovviste di uffici finanziari e personale adeguatamente formato;
2. lo squilibrio evidente nella forza contrattuale dei contraenti – banca da una parte ed ente pubblico locale dall'altra – causato dalla predetta asimmetria informativa;
3. l'azzardo morale insito nel comportamento degli amministratori pubblici, indotti dalla presenza di un beneficio immediato (la riscossione dell'*up-front*) a sottovalutare rischi, spesso trasferiti ai propri successori;
4. la perdurante assenza di regole chiare in materia di trasparenza e di rappresentazione contabile dei rischi stessi da parte delle amministrazioni interessate.

[†] In sintesi il testo, che è stato oggetto di consultazione pubblica fino al 30 Ottobre 2009 e per il quale sono in corso integrazioni e modifiche, include :

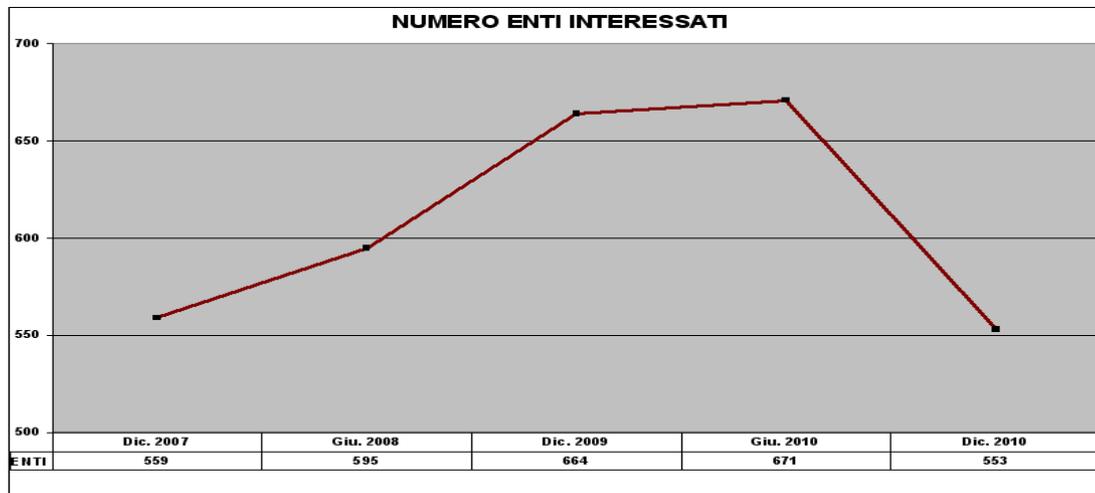
- l'elenco delle operazioni ritenute ammissibili e l'indicazione delle caratteristiche che le stesse, o la controparte con cui vengono concluse, devono possedere;
- il contenuto dell'allegato informativo e della dichiarazione rilasciata dalla persona incaricata della sottoscrizione del contratto;
- la specificazione delle conseguenze derivanti dal mancato rispetto delle disposizioni precedenti;
- l'indicazione degli adempimenti in termini di bilanci pubblici e di comunicazioni preventive;
- le disposizioni relative all'entrata in vigore delle varie norme previste dal regolamento.

3. Il quadro quantitativo di riferimento

La descrizione quantitativa del ricorso agli strumenti di finanza derivata da parte degli enti locali della P.A. relativamente al periodo 2007 – 2010 è possibile grazie ai dati raccolti dal Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

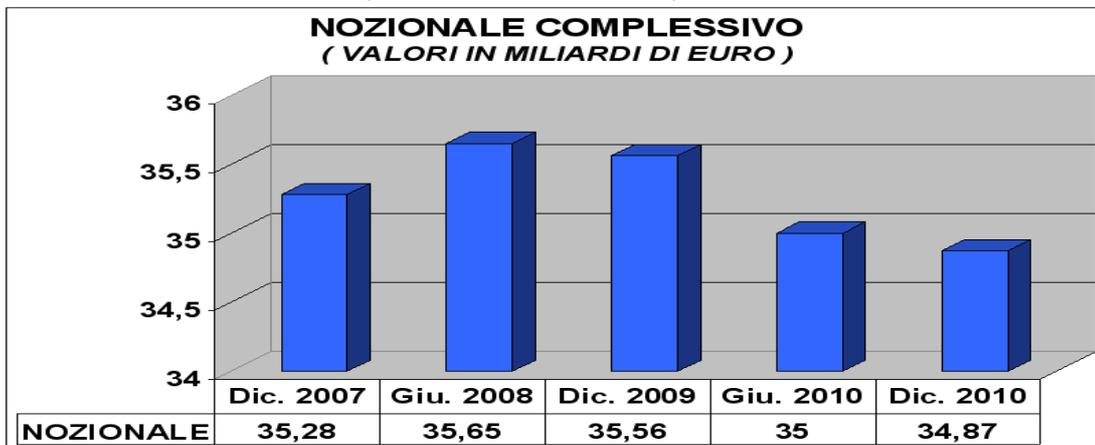
L'evoluzione temporale sia del numero degli enti interessati, sia del nozionale complessivo, è descritta nei grafici 1 e 2.

Graf. 1: Numero degli Enti della pubblica amministrazione detentori di posizioni in derivati (2007-10)



FONTE: Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze

Graf. 2: Ammontare del capitale nozionale di riferimento per i contratti derivati in essere dal 2007 al 2010 detenuti dagli enti della Pubblica amministrazione in Italia (valori in miliardi di €)



FONTE: Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze

E' possibile osservare che il numero degli enti che sono ricorsi a strumenti di finanza derivata, nel corso del periodo considerato, ha raggiunto il valore massimo di 671 nel Giugno del 2010, per ridursi a 553 nel successivo mese di Dicembre[‡]. Tali dati, oltre a risentire del blocco sancito dalla Finanziaria 2008 e della progressiva estinzione o scadenza dei contratti precedentemente stipulati, è imputabile probabilmente anche all'aumentata propensione degli Enti a procedere ad estinzioni anticipate in previsione di future risalite dei tassi di interesse di mercato.

Per quanto concerne, invece, l'evoluzione dell'ammontare del nozionale complessivo caratteristico del fenomeno in questione, con riferimento al periodo 2007 – 2010, esso è pari a circa 35 miliardi di euro, in particolare compreso tra il valore massimo di 35,65 osservato a Giugno del 2008 e il minimo di 34,87 di Dicembre 2010. Le Regioni contano per il 50,37% del dato riferito a dicembre 2010, seguite da Comuni capoluogo (26,69%), Comuni non capoluogo (10,98%), Province (8,93%) e Comunità Montane e Unioni di Comuni (0,03%). Appare evidente la rilevanza quantitativa del fenomeno e il livello di rischio che tutt'ora ad esso è associato, soprattutto in previsione di futuri aumenti nel livello dei tassi di interesse di mercato.

TAB.1: *Contratti derivati delle P.A. locali per regione (numero contratti, numero enti coinvolti e consistenze del nozionale di riferimento in € al 31/12/2010)*

| REGIONI | CAPITALE NOZIONALE | | NUMERO ENTI INTERESSATI | | NUMERO CONTRATTI | |
|----------------------------|--------------------|-------------|-------------------------|-------------|------------------|-------------|
| | Valori in Euro | Valori in % | Valori assoluti | Valori in % | Valori assoluti | Valori in % |
| PIEMONTE | 3.490.513.532 | 10.01% | 19 | 3.44 % | 53 | 5.50 % |
| VALLE D'AOSTA | 412.509.079 | 1.18 % | 1 | 0.18 % | 1 | 0.10 % |
| LOMBARDIA | 4.197.874.639 | 12.04% | 86 | 15.55 % | 170 | 12.46% |
| LIGURIA | 1.075.889.301 | 3.09 % | 13 | 2.35 % | 35 | 3.63 % |
| TRENTINO ALTO ADIGE | 29.083.205 | 0.08 % | 3 | 0.54 % | 3 | 0.31 % |
| VENETO | 1.630.586.841 | 4.68 % | 47 | 8.50 % | 88 | 9.14 % |
| FRIULI V.G. | 700.600.219 | 2.01 % | 4 | 0.72 % | 10 | 1.04 % |

[‡] Di cui: 18 Regioni (3,25%), 38 Province (6,87%), 40 Comuni capoluogo (7,23%), 454 Comuni non capoluogo (82,10%), 3 Comunità Montane e Unioni di Comuni (0,54%).

| | | | | | | |
|-----------------------|----------------|--------|-----|---------|-----|--------|
| EMILIA ROMAGNA | 1.018.815.975 | 2.92 % | 34 | 6.15 % | 60 | 6.23 % |
| TOSCANA | 1.559.668.183 | 4.47 % | 20 | 3.62 % | 49 | 5.09 % |
| UMBRIA | 950.979.438 | 2.73 % | 15 | 2.71 % | 30 | 3.12 % |
| MARCHE | 1.209.690.463 | 3.47 % | 31 | 5.61 % | 54 | 5.61 % |
| LAZIO | 6.529.628.834 | 18.73% | 36 | 6.51 % | 76 | 7.89 % |
| ABRUZZO | 1.183.864.254 | 3.39 % | 20 | 3.62 % | 34 | 3.53 % |
| MOLISE | 364.484.242 | 1.05 % | 1 | 0.18 % | 6 | 0.62 % |
| CAMPANIA | 4.763.365.489 | 13.66% | 61 | 11.03 % | 100 | 10.38% |
| PUGLIA | 1.317.462.772 | 3.78 % | 56 | 10.13 % | 74 | 7.68 % |
| BASILICATA | 271.768.215 | 0.78 % | 9 | 1.63 % | 11 | 1.14 % |
| CALABRIA | 1.259.455.725 | 3.61 % | 35 | 6.33 % | 71 | 7.37 % |
| SICILIA | 2.695.497.366 | 7.73 % | 44 | 7.96 % | 63 | 6.54 % |
| SARDEGNA | 209.198.789 | 0.60 % | 18 | 3.25 % | 25 | 2.60 % |
| Totale ITALIA | 34.870.966.562 | 100 % | 553 | 100 % | 963 | 100 % |

FONTE: Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze

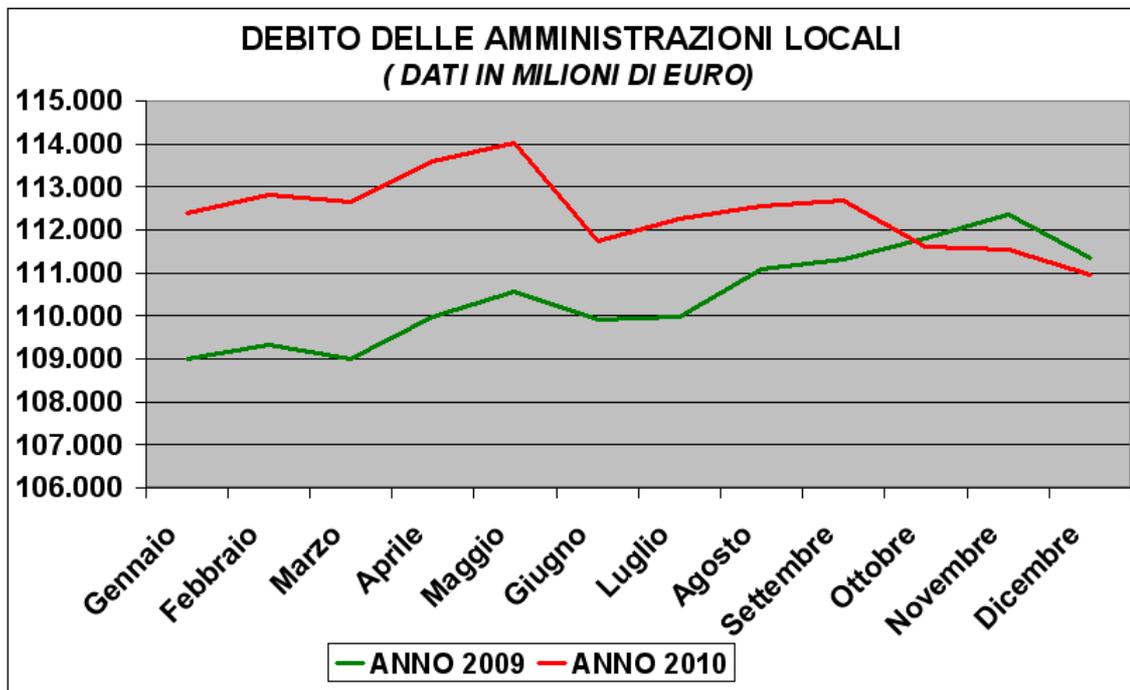
TAB. 2: Rapporto tra capitale nozionale di riferimento dei contratti derivati in essere presso gli enti della P. A. locale e PIL regionale al 31/12/2010 (valori percentuali).

| REGIONE | NOZIONALE COMPLESSIVO / PIL |
|-----------------------|------------------------------------|
| Piemonte | 3,622 % |
| Valle d'Aosta | 12,058 % |
| Lombardia | 1,692 % |
| Liguria | 3,163 % |
| Trentino Alto Adige | 0,110 % |
| Veneto | 1,432 % |
| Friuli Venezia Giulia | 2,561 % |
| Emilia Romagna | 0,954 % |
| Toscana | 1,895 % |
| Umbria | 5,714 % |
| Marche | 3,743 % |
| Lazio | 4,828 % |
| Abruzzo | 5,421 % |
| Molise | 7,137 % |
| Campania | 6,401 % |
| Puglia | 2,438 % |
| Basilicata | 3,156 % |
| Calabria | 4,756 % |
| Sicilia | 3,921 % |
| Sardegna | 0,787 % |

FONTE: Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze

I dati che formano la TAB. 2 permettono di apprezzare la differente rilevanza che il fenomeno relativo all'uso dei derivati da parte delle pubbliche amministrazioni locali ha assunto in rapporto al PIL delle regioni italiane alla fine del 2010. In media, i contratti derivati pesavano per il 3,79% del PIL delle regioni italiane, ma il valore della deviazione standard pari a 0,0274 dà conto della accentuata variabilità del fenomeno che va da un massimo del 12,06% osservato per la Valle d'Aosta a un minimo dello 0,11% del Trentino-Alto Adige.

GRAF. 3: *Il debito delle amministrazioni pubbliche locali in Italia nel corso del 2009 e del 2010 (valori in milioni di €)*



FONTE: *Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze*

Le tendenze riscontrabili nella dinamica del debito delle amministrazioni pubbliche locali negli ultimi anni e quelle, più in generale, della congiuntura nazionale ed internazionale, non consentono di prevedere entro breve una sostanziale variazione del quadro sinteticamente illustrato in queste pagine. Un monitoraggio ed una gestione attiva del debito continueranno ad essere attività quanto mai necessarie al fine del mantenimento dell'equilibrio finanziario degli enti della pubblica amministrazione locale. Nel fare questo, andranno tenuti sotto costante osservazione

i rischi generati dalle operazioni in derivati tutt'ora aperte, rischi dovuti in particolare ad alcuni aspetti critici che l'esperienza recente ha reso particolarmente evidenti.

Come si è accennato in precedenza, la natura dei derivati quali strumenti finanziari complessi, il cui valore è legato all'andamento di parametri di riferimento volatili e, spesso, aleatori hanno comportato, per soggetti non esperti in materia, serie difficoltà nella fase di *pricing*, in particolare per quanto concerne la stima degli oneri immediati e futuri e, di conseguenza, dei rischi e benefici da essi derivanti.

Sicuramente è ulteriore elemento di incertezza e di ponderazione l'assenza di prezzi di riferimento per le operazioni in essere, riconducibile al fatto che i derivati finanziari sono generalmente scambiati in mercati non regolamentati (*over the counter*). Tali mercati se da un lato garantiscono la possibilità di ricorrere a strumenti finanziari non standardizzati e quindi adattabili alle esigenze del singolo contraente, dall'altro implicano l'impossibilità di disporre prezzi affidabili di riferimento, necessari a valutarne la convenienza al momento della stipula e, successivamente, il valore di mercato a fini di cessione o estinzione nel corso della vigenza contrattuale.

Qualora, come è accaduto nella gran parte dei casi esaminati, l'ente pubblico non disponga al proprio interno di figure professionali con specifiche competenze in materia finanziaria, dovrebbe essere obbligatorio il ricorso ad un consulente - *advisor* finanziario incaricato di predisporre il progetto dell'operazione, di verificarne la coerenza con gli obiettivi istituzionali e con la sua situazione economico-finanziaria corrente e futura. I soggetti incaricati di tale servizio, ovviamente, dovrebbero garantire l'assoluta indipendenza da banche e altri intermediari, al fine di evitare situazioni di conflitto di interesse, in cui l'*advisor* stesso tragga vantaggi diretti o indiretti nel suggerire soluzioni contrarie alle sue specifiche esigenze dell'ente negoziatore.

Recentemente, notevoli perplessità hanno sollevato anche le operazioni di rinegoziazione delle posizioni in derivati in essere. Infatti, nella maggior parte dei casi, l'uscita anticipata dal contratto originario e la sua sostituzione con un altro che ne includeva il *mark to market* negativo, ha fatto sorgere per l'ente locale una nuova obbligazione regolata a condizioni più rischiose ed economicamente più penalizzanti di quelle a cui era esposto in precedenza.

Da ultimo, ma sicuramente non in ordine di importanza, esiste un serio problema di trasparenza e correttezza nella rappresentazione contabile di queste operazioni. Generalmente, infatti, gli oneri futuri e i rischi economici derivanti dalla sottoscrizione dei contratti derivati non vengono rappresentati nei bilanci pubblici, consentendo così all'ente di presentare i propri conti non esattamente corrispondenti alla situazione di rischio in essere e, soprattutto, senza la quantificazione dei costi che potrebbero gravare sugli esercizi futuri per effetto delle operazioni in parola.

4. Riflessioni conclusive

Il tema della finanza degli enti pubblici è, da alcuni anni, all'attenzione degli studiosi e degli operatori. Gli interventi normativi succedutisi nel tempo e l'evoluzione dei mercati finanziari hanno, infatti, reso necessaria l'adozione di un approccio di tipo dinamico per la gestione finanziaria di tali soggetti. In tale contesto, si sono progressivamente sviluppati gli strumenti della cosiddetta finanza innovativa, cioè una serie di prodotti sofisticati e alternativi a quelli tradizionali, idonei a reperire risorse finanziarie mediante forme di indebitamento diversificate e caratterizzate da un notevole grado di innovazione finanziaria. In particolare, tra questi strumenti, i contratti derivati hanno assunto un'importanza sempre maggiore: l'utilizzo di questa categoria di strumenti, laddove correttamente applicata, ha, infatti, permesso la ristrutturazione del debito in essere presso gli enti locali, intervenendo esclusivamente sulle caratteristiche dei flussi, senza interessare le consistenze.

In casi documentati, la ristrutturazione del debito a medio-lungo termine ha dato luogo ad un miglioramento del giudizio di affidabilità complessiva di alcuni enti che, avendo utilizzato correttamente i derivati, sono riusciti a migliorare il loro rating con un beneficio diretto nel collocamento di titoli obbligazionari di propria emissione.

La diffusione dei contratti derivati ha, tuttavia, portato con sé una serie di problematiche sia sul piano formale che sul piano sostanziale: le prime, connesse principalmente alla scarsa trasparenza delle condizioni di offerta di tali prodotti da parte degli intermediari finanziari e all'assenza di professionalità adeguatamente specializzate in materia tra i gestori degli enti locali; le seconde, riconducibili ad un utilizzo spesso indiscriminato e non corretto degli strumenti in questione, per

soddisfare esigenze contingenti di bilancio o, peggio ancora, la copertura di disavanzi di parte corrente.

I noti e recenti scandali riferiti alle operazioni in derivati degli enti locali rendono necessaria una riflessione profonda sulle possibilità di inserimento di tali contratti nello “strumentario” a disposizione dei gestori della finanza pubblica locale.

A parere di chi scrive, tali operazioni possono rappresentare un momento di innovazione e, comunque, di evoluzione positiva delle tecniche utili alla corretta gestione ed alla razionalizzazione del debito degli enti locali, purchè siano verificate determinate condizioni di carattere generale, tra le quali:

- l'adozione di una logica manageriale da parte dei responsabili finanziari degli enti locali, che sia in grado di realizzare una gestione integrata attivo-passivo;
- il rispetto del principio della prudenza nella realizzazione di operazioni per loro natura molto complesse;
- la consapevolezza dei rischi connessi a tali operazioni;
- il monitoraggio continuo delle esposizioni in tal senso.

A ciò deve necessariamente accompagnarsi una normativa dedicata, che definisca in maniera inequivocabile i margini di operatività degli enti locali e garantisca la trasparenza delle operazioni.

Le tendenze riscontrabili nella dinamica del debito delle amministrazioni pubbliche locali negli ultimi anni e quelle, più in generale, della congiuntura nazionale ed internazionale non consentono di formulare previsioni sufficientemente puntuali sulle prospettive future riguardo l'utilizzo di contratti derivati da parte degli enti locali. Il Ministero delle Finanze, congiuntamente alle autorità di vigilanza, la Banca d'Italia e la Consob, stanno lavorando ad un nuovo decreto sulla finanza derivata per gli enti locali che, dopo il blocco dell'operatività in derivati dalla metà del 2008, dovrebbe consentire a Regioni, Comuni e Province di fare nuovamente ricorso a tali strumenti.

Le tipologie contrattuali in questione potrebbero rappresentare, se utilizzate nel rispetto delle condizioni sopra esposte, un' alternativa efficace ed economicamente conveniente per i responsabili della finanza pubblica, in particolare per la gestione dei rischi. In tale ottica, si potrebbe ipotizzare anche per gli enti locali il ricorso a strumenti alternativi di trasferimento del rischio (alternative risk transfer, ART), in

particolare contratti finanziari con contenuto assicurativo (operazioni di capitale contingente, insurance-linked securities, bond catastrofali).

I casi di insuccesso, pur clamorosi, del passato non devono, infatti, tradursi nel ritorno ad una gestione tradizionale della finanza degli enti locali, che escluda a priori il ricorso a strumenti finanziari innovativi, ma incoraggiare, invece, la diffusione, tra i gestori della finanza locale, di una cultura finanziaria in grado di individuare in maniera consapevole le soluzioni di volta in volta più convenienti, avendo chiari rischi ed opportunità connessi alle operazioni realizzate.

Riferimenti bibliografici

- ASTEGIANO G., *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi*, in “Azienditalia”, maggio 2008, n. 5, p. 5.
- ATELLI M., *Gli strumenti derivati negli enti locali*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2008.
- Audizione dei rappresentanti della Corte dei conti del 3 marzo 2005 in merito alla “*Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati*” condotta dalla VI Commissione finanze della Camera dei deputati, p. 25.
- MEOLA A., ANTONELLI R., *Strategia finanziaria e finanza innovativa nell’ente locale*, Maggioli editore, 2005, Rimini.
- NADOTTI L. (a cura di), *I derivati nelle PA locali: origine, dimensione e criticità (atti del Seminario)*, Franco Angeli, Roma, 2009.
- TRUDU M., *Gli strumenti di finanza innovativa per gli enti locali*, Ipsoa, Milano, 2005.

Riferimenti normativi

- Legge del 28 dicembre 2001 n. 488 (legge Finanziaria per il 2002), art. 41.
- Regolamento del Ministero dell’Economia e delle Finanze del dicembre 2003 (decreto n. 389/03) attuativo dell’art. 41 della legge Finanziaria per il 2002.
- Circolare esplicativa del 27 maggio 2004 del Ministero dell’Economia e delle Finanze.
- Legge del 27 dicembre 2006, n. 296 (legge Finanziaria per il 2007).
- Legge del 24 dicembre 2007, n. 244, art. 1, cc. 385-385 (legge Finanziaria per il 2008).
- Legge del 6 agosto 2008, n. 133, art. 62.
- Legge del 22 dicembre 2008, n.203 (legge Finanziaria per il 2009).