

## **STRUMENTI DERIVATI E FINANZA LOCALE: BREVE CRONACA DI UNA RELAZIONE CONTRASTATA.**

di

Matteo Barbero  
(Funzionario della Regione Piemonte e  
dottorando di ricerca in diritto pubblico presso l'Università degli studi di Torino)

### **1. PREMESSA.**

Da più parti e sempre più spesso ci si domanda se il massiccio ricorso, da parte di Regioni ed Enti locali, ai c.d. strumenti derivati possa (invece che consolidare) compromettere la stabilità della finanza pubblica (locale).

Molte voci (più o meno autorevoli), infatti, si sono levate per ammonire circa i possibili effetti destabilizzanti che la finanza derivata può produrre nei confronti dei bilanci degli operatori meno accorti.

La recente vicenda dello scoppio della "bolla derivati" nelle piccole e medie imprese italiane, molte delle quali alle prese con contratti caratterizzati da un *mark to market* fortemente negativo, sembra confermare tale visione pessimistica.

In realtà, il settore pubblico dispone ormai di molti strumenti di controllo che, se correttamente applicati, sembrano in grado di circoscrivere ed arginare l'"epidemia" sviluppatasi nel periodo di (quasi totale) "anarchia" compreso fra il 2002 e il 2003.

### **2. GLI STRUMENTI DERIVATI.**

In estrema sintesi, i derivati sono **strumenti finanziari il cui valore dipende da variabili c.d. sottostanti**.

Tali variabili possono avere diversa natura: il valore di un derivato può dipendere, ad esempio, dal corso di un titolo, dal valore di mercato di un altro derivato ovvero di una merce, dall'andamento di un tasso di interesse o dalla quotazione di una valuta.

I derivati vengono utilizzati, innanzitutto, per effettuare **operazioni finanziarie di copertura dei rischi legati alle variazioni dei tassi di interesse e di cambio**, allo scopo di contenere le eventuali perdite entro valori predefiniti.

Spesso, peraltro, essi sono utilizzati anche per perseguire **obiettivi di natura speculativa**, attraverso operazioni di arbitraggio (negoziante della stessa attività su due diversi mercati, per lucrare la differenza fra prezzo di vendita e prezzo di acquisto) ovvero mediante vere e proprie "scommesse" sull'andamento delle variabili di riferimento, sempre allo scopo di ricavarne un profitto.

È evidente, pertanto, che si tratta di strutture (talora molto complesse ma in ogni caso) estremamente flessibili, che possono essere plasmate e modellate in funzione del

perseguimento di due finalità molto diverse, la prima in perfetta sintonia, la seconda del tutto incompatibile con la *mission* di un ente pubblico (territoriale).

### 3. DERIVATI E FINANZA LOCALE.

#### 3.1.

Il sorgere dell'esigenza, da parte degli enti di governo sub-statali, di ricorrere alla stipulazione di derivati con funzione di copertura può essere datata al 1994.

La **l. 23 dicembre 1994, n. 724, Misure di razionalizzazione della finanza pubblica**, infatti, eliminando, in tema di accesso al credito da parte di Regioni, Province e Comuni, il monopolio della Cassa Depositi e Prestiti (introdotto dal legislatore statale alla fine degli anni '70 per contenere i ricorrenti fenomeni di "finanze locali allegre") e riattivando la loro facoltà di accedere al mercato dei capitali (anche) emettendo prestiti obbligazionari, ne ha inevitabilmente aumentato l'esposizione al rischio di oscillazioni dei cambi e dei tassi.

Peraltro, il regolamento di attuazione della predetta legge (approvato con il **decreto del Ministro del tesoro 5 luglio 1996, n. 420** recante "norme per l'emissione di titoli obbligazionari da parte degli Enti locali" e, quindi, non applicabile nei confronti delle Regioni) ha limitato l'utilizzo dei derivati alla (obbligatoria) copertura di cambio in caso di emissioni in valuta estera.

Il successivo, forte processo di decentramento delle funzioni amministrative (culminato, come noto, con la riforma del Titolo V della Parte seconda della Costituzione ad opera della l. cost. 18 ottobre 2001, n. 3) e le (non sempre coerenti ma comunque) contestuali dinamiche della finanza pubblica italiana hanno determinato un *trend* del debito degli enti territoriali fortemente crescente.

Si tratta di un effetto del tutto fisiologico, che di per sé non rappresenta una "fonte di preoccupazione, bensì (un) indice di maturità delle istituzioni" locali<sup>1</sup>.

In questa prospettiva, ben si comprende il significato della "svolta liberalizzatrice" impressa dall'**art. 41 della l. 28 dicembre 2001, n. 448, Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato - legge finanziaria 2002**, in termini, tanto di arricchimento degli strumenti di *funding* a disposizione delle amministrazioni (anche regionali ma soprattutto) locali, quanto di "flessibilizzazione" delle connesse tecniche di gestione del debito.

Sotto il primo profilo, viene in rilievo soprattutto l'estensione agli Enti locali della facoltà di emettere titoli obbligazionari (e di contrarre mutui) con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza; in precedenza, infatti, il ricorso al mercato obbligazionario era consentito solo attraverso il collocamento di titoli (scarsamente attraenti) ad ammortamento rateizzato del capitale, con conseguente esclusione della possibilità di emettere i c.d. titoli *bullet*, i quali, "rappresentando lo *standard* del mercato, consentono di raggiungere una più vasta platea di investitori"<sup>2</sup>.

La contropartita è rappresentata dall'introduzione di un potere di coordinamento finanziario nei confronti degli enti territoriali da parte del Ministero dell'economia e delle finanze, funzionale al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di monitorare gli andamenti di finanza pubblica e da disciplinare con un successivo regolamento del medesimo dicastero.

---

<sup>1</sup> Così l'allora Direttore generale del tesoro D. SINISCALCO in occasione della sua *Audizione sul tema "Effetti e tecniche di controllo dei flussi di finanza pubblica in ordine all'andamento del debito con particolare riferimento alla componente non statale"* presso la Commissione Programmazione economica e Bilancio del Senato della Repubblica, 24 marzo 2004.

<sup>2</sup> *Ibidem*.

Per quanto concerne, invece, la gestione del debito, il citato art. 41, da una parte impone, dall'altra parte (implicitamente) ammettere il ricorso, da parte degli enti periferici, a derivati diversi da quelli già loro consentiti (anzi imposti e) finalizzati alla copertura dei rischi di cambio.

In effetti, la predetta disposizione è stata per lo più interpretata come se comportasse, anche per gli Enti locali, la definitiva "ammissione" al mercato dei derivati, malgrado che l'approvazione delle norme relative all'utilizzo di tali strumenti fosse rinviata al successivo regolamento di attuazione.

Nel frattempo, il difficoltoso "parto" di quest'ultimo provvedimento - la cui approvazione è stata ostacolata soprattutto dall'impugnazione, da parte di alcune Regioni, della norma primaria, con la conseguente instaurazione di un contenzioso risolto dalla Corte Costituzionale solo nel dicembre 2003, con la sentenza n. 376 - ha generato un "**vuoto normativo**"<sup>3</sup> che, complice la difficile congiuntura della finanza locale, si è rivelato pericoloso e potenzialmente esplosivo.

Infatti, la sostanziale mancanza di regole (ed il conseguente mancato esercizio del potere ministeriale di coordinamento) ha consentito lo sviluppo di discutibili **strategie di "sopravvivenza finanziaria"** da parte degli amministratori di alcuni enti (spesso di piccole dimensioni); costoro, schiacciati da una crescita (del costo) del debito tradizionale talvolta insostenibile ed a fronte degli ingenti tagli ai trasferimenti erariali, del blocco della fiscalità locale, della continua dilatazione delle spese incompressibili e della rigidità dei vincoli posti dal Patto di stabilità interno, hanno spesso utilizzato gli strumenti derivati non per coprire rischi di tasso o di cambio, bensì per perseguire obiettivi di tipo (quasi) speculativo, ovvero, più prosaicamente, per "**fare cassa**".

Frequente è stato, a tal fine, il ricorso agli *swap* con opzioni corredati da premi di liquidità (c.d. *upfront*).

Gli *swap* strutturati con le *options* consentono, infatti, al sottoscrittore, attraverso la fissazione di soglie o barriere rispetto all'andamento dei tassi di mercato, di conseguire risparmi immediati, in cambio, peraltro, di una maggior esposizione (e di una perdita proporzionalmente maggiore) in caso di andamento avverso dei tassi.

Quanto all'*upfront*, esso si risolve nel versamento anticipato di fondi *cash* da parte dell'intermediario finanziario in favore della controparte, ma sconta l'attualizzazione sui relativi tassi contrattuali a carico di quest'ultima.

Tali strumenti presentano evidenti **criticità**, da ultimo puntualmente evidenziate anche dalla Corte dei Conti<sup>4</sup>.

In primo luogo, essi producono benefici immediati cui, tuttavia, corrispondono forti rischi di maggiori oneri futuri; tali rischi, oltretutto, sono spesso di difficile quantificazione, a causa della frequente complessità dei derivati strutturati, che ne rende assai ardua la gestione da parte dei (non sempre qualificati) funzionari locali.

Ma, soprattutto, risulta problematica la destinazione dei premi di liquidità, quasi sempre utilizzati per fronteggiare spese di mero funzionamento, aggirando il divieto di

---

<sup>3</sup> Fanno, naturalmente, eccezione quelle realtà locali (*rectius* regionali) che hanno tempestivamente provveduto a normare la materia, sfruttando le proprie (ampliate) competenze legislative e regolamentari. Fra queste, merita di essere segnalata la Regione Toscana, la prima a regolare l'utilizzo dei derivati, ammettendolo solo in chiave di protezione da un eventuale rialzo dei tassi o da una inattesa variazione dei cambi.

<sup>4</sup> CORTE DEI CONTI, *Audizione sul tema "Analisi sul fenomeno dell'indebitamento in un campione di Enti locali"* presso la Commissione Programmazione economica e Bilancio del Senato della Repubblica, novembre 2004.

indebitamento per spese diverse dagli investimenti (ormai costituzionalizzato dal nuovo comma 6 dell'art. 119 Cost.) e producendo un ulteriore irrigidimento delle poste iscritte nella parte corrente dei bilanci.

### 3.2.

In questo quadro, l'allarmismo cui si faceva cenno in apertura sarebbe pienamente giustificato se ad arginare tali pratiche non fosse intervenuto (con colpevole ritardo, anche se quasi contestualmente al ricordato intervento chiarificatore da parte della Consulta) il **decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 1 dicembre 2003, n. 389**, recante il tanto atteso e quanto mai necessario regolamento in materia di accesso al mercato dei capitali da parte di Regioni ed Enti locali ai sensi del pluricitato art. 41 della l. n. 448/2001. Per quanto concerne, specificamente, i derivati finanziari, è l'art. 3 del provvedimento in questione a fissare alcuni significativi "paletti", finalizzati a limitare la diffusione delle operazioni di "finanza creativa"<sup>5</sup>.

Tale norma, oltre a disciplinare nel dettaglio la struttura delle operazioni (per così dire) obbligatorie (*swap* di tasso di cambio in corrispondenza di operazioni di indebitamento effettuate in valute diverse dall'euro e *swap* per l'ammortamento di passività tipo *bullet*), indica, con elencazione tassativa, le altre tipologie di derivati consentite agli enti sub-statali<sup>6</sup> e fissa ulteriori limitazioni, tanto di carattere oggettivo, quanto di carattere soggettivo.

Sotto il primo profilo, sono vietati i derivati che: I) non risultino stipulati in corrispondenza di passività effettivamente dovute; II) non siano indicizzati ai parametri monetari di riferimento nell'area dei Paesi appartenenti al G7; III) prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività; IV) generino flussi di cassa diversi da quelli dovuti sul sottostante; V) implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio (l'*upfront*) da regolare al momento del perfezionamento, in misura, tuttavia, non superiore all'1 per cento del nozionale della sottostante passività.

Sotto il profilo soggettivo, le operazioni derivate sono consentite solo con intermediari contraddistinti da adeguato merito di credito (opportunosamente certificato) e devono essere modulate in modo che l'esposizione verso ciascuna controparte non ecceda il 25 per cento dell'importo nominale complessivo.

Il regolamento ha, altresì, rafforzato i meccanismi di sorveglianza preventiva, inquadrandoli nell'ambito del più generale potere ministeriale di coordinamento finanziario. In particolare, l'art. 1, comma 1, prevede che gli enti territoriali comunichino al Dipartimento del Tesoro, entro il giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre di ogni anno, i dati relativi all'utilizzo netto di forme di credito a breve termine presso il sistema bancario, ai mutui accesi con soggetti esterni alla pubblica amministrazione, ai titoli obbligazionari emessi, alle operazioni di cartolarizzazione e, soprattutto, alle operazioni derivate concluse.

---

<sup>5</sup> Da segnalare che le disposizioni del decreto (ad eccezione di quelle relative al potere di coordinamento finanziario del Ministero dell'economia e delle finanze) non si applicano alle Regioni già provviste di una disciplina autonoma e presentano, in ogni caso, natura cedevole rispetto alle future normative regionali.

<sup>6</sup> Si tratta delle seguenti operazioni: 1) *swap* di tasso di interesse; 2) acquisto di *forward rate agreement*; 3) acquisto di *cap* o *collar*; 4) operazioni costituenti combinazioni delle precedenti; 5) operazioni di ristrutturazione del debito.

Un ulteriore rafforzamento dei vincoli nell'utilizzo dei derivati da parte di Regioni ed Enti locali deriva dalla **circolare esplicativa adottata dal Ministero dell'economia e delle finanze in data 27 maggio 2004**. In particolare, è stato chiarito che I) il divieto di un profilo crescente dei valori attuali va riferito ai soli flussi di pagamento da parte dell'ente sottoscrittore ed è volto ad evitare che tali flussi vengano posticipati agli esercizi futuri, concentrando i maggiori oneri in prossimità della scadenza del derivato; II) l'eccezione relativa alla possibile erogazione di un *upfront* pari (al massimo) all'1 per cento del nozionale è stata prevista esclusivamente per consentire la ristrutturazione di passività in presenza di una variazione delle condizioni di mercato e, pertanto, si applica solo nell'ambito delle operazioni di *liability management*.

Inoltre, è stato precisato che l'adeguatezza del merito di credito degli intermediari finanziari implica il possesso, da parte dei medesimi, di un *rating* non inferiore a quello dell'ente negoziatore e, comunque, non inferiore al BBB/Baa/BBB rispettivamente per *Standard's & Poor's*, *Moody's* e *Fitch*.

La circolare reca, infine, una speciale raccomandazione affinché gli enti territoriali facciano riferimento, nella loro attività in derivati, alle norme del Regolamento CONSOB n. 11522/98 e all'allegato documento sui rischi degli investimenti in strumenti derivati.

#### 4. CONCLUSIONI.

Le brevi considerazioni svolte nel paragrafo precedente consentono di affermare con sufficiente certezza che **la finanza (regionale e) locale non sarà travolta dal tanto paventato "crack" dovuto all'uso improprio dei derivati**<sup>7</sup>.

Infatti, in primo luogo e malgrado il consueto "balletto delle cifre", le amministrazioni locali hanno tuttora **un'esposizione in questi strumenti abbastanza limitata**, specie se paragonata all'entità (ed alla dinamica) del rispettivo indebitamento.

Secondariamente, la maggior parte dei derivati è stata (correttamente) stipulata con finalità di copertura di (altre) passività e, pertanto, l'eventuale *mark to market* negativo compensa la mancata perdita (ovvero il guadagno) sul sottostante.

Viceversa, i derivati di carattere speculativo sembrano rappresentare **l'eccezione e non la regola**; la loro diffusione, infatti, è stata circoscritta, dal punto di vista temporale, al periodo di "limbo" compreso fra il momento della "liberalizzazione" e quello della successiva "regolamentazione" e, dal punto di vista spaziale, agli enti compresi nel territorio di Regioni che non erano già intervenute a disciplinare autonomamente la materia.

Infine, **la normativa oggi vigente, di natura tanto primaria quanto (soprattutto) secondaria, è estremamente rigorosa e sembra assolutamente idonea ad impedire ulteriori degenerazioni**, naturalmente a condizione che sia correttamente applicata tanto dai "controllati", quanto dai "controllori".

---

<sup>7</sup> In tal senso cfr anche le lucide considerazioni di C. OLDANI, *Ma nei Comuni la bolla non esploderà*, in *PanoramaEconomy*, 17 febbraio 2005.