



PROVINCIA DI CROTONE

UFFICIO DI PRESIDENZA

CABINA DI REGIA PER LA PROGRAMMAZIONE E LO SVILUPPO SOCIO ECONOMICO

Intervista al Dott. Sergio Iritale sugli strumenti della finanza creativa adottati dalla Provincia di Crotone con l'emissione dei BOP con riferimento alla rinegoziazione dei mutui e la ristrutturazione del debito.

STRUMENTI DERIVATI E FINANZA LOCALE. Emissione dei BOP Provinciali.

- (d) 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).

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

- (d) 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. A cosa è dovuta questa esigenza e perché così troppo tempo per far maturare questo strumento negli enti locali come la Provincia?

® **La l. 23 dicembre 1994, n. 724, Misure di razionalizzazione della finanza pubblica** 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.

- (d) Esiste un "vuoto normativo" in questa materia di strumenti derivati di finanza locale?

® In passato certamente e forse 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.

- (d) Quindi esiste oggi in Italia una buona dose normativa che regola questi nuovi strumenti derivati?

® **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 resta oggi la Norma che regola tutta l'operazione di finanza innovativa. 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".



PROVINCIA DI CROTONE

UFFICIO DI PRESIDENZA

CABINA DI REGIA PER LA PROGRAMMAZIONE E LO SVILUPPO SOCIO ECONOMICO

- (d) La preoccupazione del cittadino è quella del crack dell'amministrazione pubblica come avvenuto nel privato. Lei cosa dice a tal proposito vista la sua esperienza di operatore economico e imprenditore?

Ⓢ La norma a cui facevo riferimento prima, 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 e fissa ulteriori limitazioni, tanto di carattere oggettivo, quanto di carattere soggettivo. 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.

- (d) Questo basta, secondo Lei, ad essere certi che l'operazione fatta dalla Provincia di Crotona sia una operazione positiva e sicura?

Ⓢ Io credo di sì perché, insieme ai miei collaboratori e i dirigenti di settore è stata fatta una valutazione specifica con approfondimenti e valutazioni sia in negativo che in positivo. Ma...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**. Inoltre, si è fatto riferimento alle norme del Regolamento CONSOB n. 11522/98 e all'allegato documento sui rischi degli investimenti in strumenti derivati.

- (d) Mi perdonerà, Presidente, per l'insistenza, ma..... affermare con sufficiente certezza che **la finanza locale non sarà travolta dal tanto paventato "crack" dovuto all'uso improprio dei derivati**, mi sembra un pò troppo azzardato.

Ⓢ 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. 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".

- (d) Già nel suo programma si intravedeva un cambiamento innovativo, ma da dove viene questa scelta radicale di intervenire subito nella parte economico finanziaria dell'Ente che Lei rappresenta?

Ⓢ Le emissioni obbligazionarie degli enti territoriali italiani non sono un fenomeno recente, basti pensare che alcuni enti locali utilizzavano tale strumento già prima dell'unità d'Italia, e che già alla fine degli anni venti si ebbero le prime emissioni in valuta estera ad opera di alcune grandi città italiane. Tale forma di finanziamento, tuttavia, rimase per molto tempo marginale, fino a sparire del tutto negli anni settanta, in seguito al divieto implicito per gli enti locali di emettere titoli obbligazionari sancito dalla legge n. 43 del 1978. Questo divieto venne meno con l'entrata in vigore della legge 142/90, che autorizzava gli enti locali ad emettere titoli obbligazionari e, con l'approvazione della legge 724/94 (Finanziaria per il '95) che regolamentava le emissioni obbligazionarie degli enti territoriali, si è assistito ad una ripresa in grande stile delle emissioni di bond dei nostri enti territoriali. Al momento sono autorizzati ad emettere prestiti obbligazionari: Regioni, Province, Comuni, Unioni di Comuni, Consorzi fra enti locali territoriali, Città metropolitane, Comunità montane (art. 35, Legge 724/94). Penso e credo che venga dalla mia esperienza maturata nel mondo dell'economia e quindi dalla competenza acquisita, anche se senza il valido aiuto dei Dirigenti della Provincia di Crotona e dei miei più stretti collaboratori non avremmo chiuso questa attività c.d. di "Finanza Innovativa".

- (d) Ultima domanda. Quali sono i Vantaggi dell'emissione obbligazionaria?

Ⓢ Il ricorso all'emissione obbligazionaria comporta diversi rilevanti vantaggi, ed in particolare:



PROVINCIA DI CROTONE

UFFICIO DI PRESIDENZA

CABINA DI REGIA PER LA PROGRAMMAZIONE E LO SVILUPPO SOCIO ECONOMICO

1. vantaggi fiscali, consistenti nel recupero da parte dell'ente emittente del 50% della ritenuta di imposta sugli interessi pari al 12,5%;
2. non assoggettamento alla normativa della Tesoreria unica, con la conseguenza che è possibile utilizzare immediatamente il denaro proveniente dal collocamento delle obbligazioni;
3. costo di finanziamento relativamente contenuto, rispetto al mutuo, soprattutto in caso di rating elevato;
4. elevata flessibilità in termini di durata e di possibilità di ammortamento;
5. implicazioni positive per l'immagine dell'ente emittente.
6. L'emissione obbligazionaria può essere finalizzata esclusivamente alla *realizzazione di investimenti*.

Autore: **Dott. Salvatore Barresi** - *sociologo economista*

Fonte: **Ufficio di Presidenza Provincia di Crotona**