



Scuola Superiore della Pubblica Amministrazione Locale
Scuola Interregionale Lombardia, Piemonte, Liguria

**Indebitamento ed altre forme finanziarie
per gli Enti Locali
Novità del DL 112/2008 convertito
nella legge 133/2008**

Di Marco Repossi

***Le novità introdotte dai Decreti Legge
n. 93 del 27.5.2008 e n. 112 del 5.6.2008***

Milano
29 settembre 2008

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.

L'articolo 62 del DL 112/2008 pone limiti alle Regioni ed enti locali

- Impossibilità di concludere operazioni su strumenti finanziari derivati
- Le restrizioni si applicano anche alle ristrutturazioni e alle rinegoziazioni dei derivati esistenti
- Regioni ed enti locali non potranno ristrutturare o rinegoziare un contratto derivato mentre è consentito cedere il contratto derivato esistente o risolverlo anticipatamente
- Questi divieti valgono fino alla data di emanazione di un regolamento ministeriale e comunque per un anno a partire dalla data di entrata in vigore dell'articolo 62. non esiste un termine per la sua emanazione
- Impossibilità di emettere prestiti obbligazionari che prevedano il rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza (cd. "bullet") già vietati dalla legge 311/2004: il rimborso dovrà avvenire con rate comprensive di interessi e capitale. Sono ammesse le ipotesi di ammortamento alla francese, cioè a rata costante ovvero ad ammortamento a quota di capitale costante
- La durata massima dei piani di ammortamento, sia delle nuove operazioni di emissione, sia delle eventuali operazioni di rifinanziamento non può eccedere i 30 anni

I derivati

- 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 (negoziazione 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).

Contesto normativo di riferimento

- Il primo riferimento normativo espresso alla possibilità per un Ente locale di fare ricorso a strumenti derivati è contenuto nel regolamento di attuazione della legge del 23 dicembre 1994, n. 724 (Misure di razionalizzazione della finanza pubblica). Si tratta del decreto del Ministro del tesoro 5 luglio 1996, n. 420 recante le "norme per l'emissione di titoli obbligazionari da parte degli Enti locali" che obbligava l'ente locale a ricorrere ad un "currency swap" per fare fronte ai rischi di cambio legati all'emissione di obbligazioni in valuta estera
- Successivamente, l'art. 41 della legge 28 dicembre 2001 n. 448, "Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato" - legge finanziaria 2002 - ha introdotto alcune innovazioni rispetto alla precedente normativa ampliando per gli enti la possibilità di accedere al mercato dei capitali e di negoziare strumenti finanziari derivati.

Questa legge ha attribuito per la prima volta agli Enti locali la facoltà di emettere obbligazioni "bullet" con rimborso di capitale ed interessi in un'unica soluzione alla scadenza.

L'introduzione si era resa necessaria in quanto gli standard e la prassi prevalente sui mercati finanziari non avevano mostrato grande interesse per le obbligazioni che prevedessero un piano di rimborso rateizzato nel tempo ma una decisa preferenza per i titoli obbligazionari con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza finale.

contesto normativo (segue)

- **L'art. 41 della legge 28 dicembre 2001 n. 448** imponeva agli Enti locali che ricorressero ad un'emissione "bullet", l'obbligo di costituire un fondo di ammortamento (sinking fund) per distribuire in maniera uniforme fra gli esercizi l'onere del rimborso del prestito obbligazionario o, in alternativa all'istituzione del fondo, la facoltà di negoziare uno swap (amortizing swap) con un intermediario finanziario per sostituire il rimborso del capitale in un'unica soluzione con un ammortamento. Nel primo caso il fondo viene costituito al momento della emissione obbligazionaria e presuppone che l'ente disponga di un capitale pari a quello del prestito anche se temporaneamente investito in altre operazioni.

Contesto normativo (segue)

- Il c.d. swap di ammortamento prevede invece, a fronte di una emissione obbligazionaria, il trasferimento periodico di quote di rimborso ad un intermediario, il quale si obbliga a ritrasferire alla scadenza dell'obbligazione, l'intero capitale oltre gli interessi in tale secondo caso il capitale è accumulato progressivamente presso la controparte bancaria attraverso quote allo scopo di provvedere al rimborso degli obbligazionisti. Il rendimento dello swap fa sì che le somme da tesaurizzare presso l'intermediario possano essere più basse di quelle da rimborsare agli obbligazionisti. Nulla si dice sulla costituzione e gestione del fondo data la lunga durata dei prestiti obbligazionari ed il rischio in caso di default dell'intermediario

Contesto normativo (segue)

- CDS: credit default swap: derivato recente che ha quale scopo quello di ovviare al rischio di inadempienza contrattuale

Contesto normativo (segue)

- Oltre ad introdurre la facoltà di ricorrere ad uno swap di ammortamento, l'art. 41 della l. 28 dicembre 2001, n. 448 faceva riferimento ad altre possibili operazioni su derivati finanziari, rimandando ad un futuro decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze l'emanazione di norme "relative all'ammortamento del debito ed all'utilizzo di strumenti derivati da parte dei succitati enti".

Nonostante la formulazione generica della norma ed il riferimento espresso e non equivoco ad una futura regolamentazione della materia da parte di una fonte regolamentare, la disposizione è stata interpretata per lo più come se comportasse la definitiva "ammissione" del potere degli Enti locali di concludere operazioni su strumenti finanziari derivati diverse dal currency swap e dallo swap di ammortamento, pur in assenza di un provvedimento normativo che ne regolamentasse l'utilizzo

Contesto normativo (segue)

- Infatti , 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**” che, complice la difficile congiuntura della finanza locale, si è rivelato pericoloso e potenzialmente esplosivo.

Contesto normativo (segue)

- **il successivo regolamento (decreto n. 389 del 2003), e successiva circolare 27 maggio 2004 del ministero dell'economia e delle finanze**
- oltre a regolare le procedure di coordinamento per l'accesso ai mercati dei capitali da parte degli enti territoriali, si definiscono le operazioni in strumenti derivati consentite. L'intento delle indicate disposizioni è duplice: da un lato, ridurre l'esposizione a rischi connessi con l'evoluzione dei mercati finanziari, dall'altro, evitare la possibilità di traslare il peso finanziario delle operazioni in essere sugli esercizi futuri. Si richiede, altresì, che i contratti derivati non siano speculativi e, quindi, siano volti a contenere "unicamente" il rischio collegato all'aumento dei tassi di interesse o a ridurre il costo dell'indebitamento a tasso fisso. Il regolamento, oltre alle operazioni di swap su cambi connesse ad emissioni obbligazionarie in valuta estera e ai c.d. swap di l'ammortamento di passività "bullet", ammetteva espressamente, per la prima volta, la possibilità per gli Enti locali di ricorrere alla stipulazione di derivati anche allo scopo di copertura dai rischi legati all'andamento dei tassi interesse ma nella forma più semplice denominata **plain vanilla**

Contesto normativo (segue)

- Plain vanilla: impegno dei contraenti di scambiarsi a determinate scadenze flussi di interessi collegati a parametri di mercato monetario secondo preventivi accordi senza incorporare ulteriori opzionalità o strutture
- inoltre
- Possibilità di acquistare opzioni quali quelle: **cap** con indicazione di un tetto massimo all'innalzamento dei tassi

Contesto normativo

- *Collar: previsione di una banda di oscillazione tra un minimo ed un massimo*
- *Floor : livello minimo dei tassi*
- *Le operazioni sono consentite se i flussi ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività*
- *Operazioni da concludere con intermediari finanziari in possesso di adeguati rating (almeno BBB/Baa/BBB)*

Contesto normativo (segue)

- Per quanto riguarda l'applicabilità, solo le operazioni derivate effettuate e gli ammortamenti costituiti dagli enti territoriali successivamente alla data del 4 febbraio 2004 di entrata in vigore del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze di concerto con il Ministero dell'interno n. 389, sono assoggettate alla disciplina ivi prevista.

Recente normativa

- Legge finanziaria 2007 articolo 1, comma 736/740 e circolare ministero economia del 31 gennaio 2007 hanno posto dei limiti ad operazioni in derivati:
- 1) riduzione del costo finale del debito che sia compatibile alla
- 2) riduzione della esposizione ai rischi di mercato
- 3) accessorietà rispetto a passività effettivamente dovute. Non è quindi possibile fare derivati su precedenti derivati ma solo su pregressi rapporti debitori

Recente normativa (segue)

- 4) contenimento dei rischi di credito assunti
- 5) preventiva comunicazione delle operazioni di ammortamento del debito e in derivati al dipartimento del tesoro i contratti pena l'invalidità dei contratti

Recente normativa (segue)

- La legge finanziaria 2008 era intervenuta sul tema rendendo più rigorosa la disciplina - da completare e da concretizzare con un apposito decreto che in realtà non è mai stato predisposto – e stabilendo l'obbligo di accludere una nota al bilancio contenente gli oneri e impegni finanziari finalizzata a garantire appropriate condizioni di trasparenza. Commi 381-384 articolo 1. Il problema della trasparenza si pone per i contratti Otc(over the counter) cioè non negoziati nei mercati regolamentati e che sono stati negoziati secondo esigenze delle controparti che hanno portato alla creazione di swap esotici.

Recente normativa (segue)

- attestazione di avere preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche
- Specifica competenza della Corte dei Conti in merito alla valutazione delle operazioni dei derivati pena l'inefficacia del contratto
- Mancanza di attenzione ai contenuti delle operazioni effettuate nelle due finanziarie

Enti interessati al 31 dicembre 2007

- Regioni 18
- Province 44
- Comuni capoluogo 50
- Comuni non capoluogo e minori 447
- Importo complessivo nozionale € 35.276.487.781,00

- E' emerso che le prime operazioni su derivati potevano essere fatte risalire all'anno 2000. si trattava di 5 derivati finanziari stipulati dai seguenti comuni: Alessandria; Settimo Torinese; Castel Goffredo; Alassio e La Spezia, dell'importo "nozionale" complessivo di € 93.900.000,00.

Cosa non ha funzionato

- L'interpretazione dell'art. 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448 come un riconoscimento definitivo del potere di accesso da parte degli Enti locali alle operazioni su strumenti finanziari derivati ha comportato un vuoto legislativo fino all'approvazione, nell'anno 2003, del regolamento di attuazione contenuto nel decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 1 dicembre 2003, n. 389.
- 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".

Cosa non ha funzionato

- Si è assistito, perciò, ad un utilizzo disinvolto dei derivati da parte degli Enti locali che molto spesso hanno utilizzato questi strumenti per fare cassa o per posticipare oneri finanziari, senza rendersi conto o tenere in conto del loro impatto sul rischio futuro.
- Grave è stato il ricorso da parte degli Enti locali ai derivati al solo scopo di percepire un up-front a compensazione del valore negativo dell'operazione, dal momento che questo "premio di liquidità" incide direttamente sulla struttura dell'operazione ed, indirettamente, sull'alea contrattuale e sui rischi assunti dall'ente locale, in modo che maggiore è l'up-front percepito, maggiori sono anche le prospettive di perdita futura rispetto a quelle di guadagno, con l'effetto di posticipare nel tempo le perdite ponendole a carico delle future amministrazioni.
- Inoltre nella maggior parte dei casi gli Enti locali hanno dichiarato di possedere una specifica competenza in strumenti finanziari derivati ai sensi del vecchio art. 31 del reg. Consob n. 11522/98 rinunciando così, di conseguenza, alle tutele previste dal regolamento a favore degli investitori in tema di obblighi di comportamento degli intermediari.

Contenuto del decreto ministeriale previsto dal dl 112/2008

- Il regolamento in questione dovrà in particolare individuare in particolare la tipologia, cioè la struttura e il contenuto, degli strumenti finanziari derivati che gli enti locali potranno sottoscrivere e stabilire le condizioni ed i criteri e le condizioni per la conclusione delle relative operazioni

Finalità

- Misure che tentano di porre un freno al ricorso a tali strumenti da parte degli enti locali dal momento che il loro utilizzo è avvenuto talora con soluzioni caratterizzate da complessità, finalità e profili di rischio non del tutto coerenti con la normativa in essere e con le peculiarità delle amministrazioni pubbliche locali

Dubbi irrisolti

- Cosa fa un ente locale che ha la necessità di ristrutturare un contratto derivato per effetto della rinegoziazione del sottostante mutuo o prestito obbligazionario? Si applica o meno l'articolo 62?
- Ipotesi: l'ente dovrà valutare di estinguere anticipatamente il contratto derivato mantenendo il nuovo indebitamento (rinegoziato) privo di copertura

Entrata in vigore dell'articolo 62 ed effetti

- L'articolo 62 non ha effetto retroattivo pertanto sarà possibile per gli enti effettuare quelle rinegoziazioni di contratti derivati esistenti che siano state decise prima del 25 giugno 2008 data di entrata in vigore del d.l. 112/2008

ALTRE PRESCRIZIONI

- Comma 3 bis dell'articolo 62: il premio incassato (up-front) al momento del perfezionamento del contratto derivato, che non può eccedere l'1% del nozionale della sottostante passività, costituisce indebitamento dell'ente che non può dunque generare spese correnti. Già il principio contabile per gli enti contabili prevede che tale entrata vada considerata straordinaria da allocare a titolo IV delle entrate (principio contabile n. 3 punto 47 e non al titolo III come ha fatto la maggioranza degli enti)
- Il rilascio dell'up-front è assimilabile ad un finanziamento all'Ente locale, con la differenza che nel contratto di mutuo il mutuatario è obbligato a restituire la somma ricevuta secondo il piano di ammortamento concordato, nel caso dello swap, invece, assume il rischio di dovere restituire un importo molto maggiore a fronte di una remota possibilità di guadagno.
- Salvo due casi [Provincia di Ancona e Comune di Montorio al Vomano] la liquidità ricevuta con l' up-front è stata destinata in genere alle spese di parte corrente, in contrasto con l'art. 119 della Costituzione, nel testo modificato dalla legge 18.10.2001 n. 3, per cui le Regioni e gli Enti locali possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento.

Possibili sanzioni

- Articolo 30 comma 15 legge 289/2002 che prevede la nullità dei contratti e irrogazione di sanzione agli amministratori che hanno assunto la relativa delibera (5/20 volte l'indennità di carica)

Possibile soluzione

- Gli enti che hanno così destinato le risorse non possono più modificare le decisioni già prese già certificate nei conti consuntivi. Dovrebbero però vincolare una quota dell'avanzo di amministrazione pari alla anticipazione per far fronte ai futuri costi inerenti la più che probabile restituzione all'intermediario

Altre conseguenze

- Resta inoltre preclusa la possibilità per gli enti locali di rimuovere le opzioni digitali nei contratti in strumenti derivati disattendendo in tal modo le pronunce emesse dalle diverse sezioni regionali della Corte dei Conti che invitano gli enti locali a rimuovere tali opzioni dai loro contratti di swap
- **Opzioni digitali:** sono opzioni che pagano 1 oppure 0 a seconda che un evento si sia verificato o meno

Problematiche aperte

- Eccessiva focalizzazione sul beneficio iniziale (up-front)
- Carenza di professionalità e conoscenza
- Conflitto di interesse potenziale tra advisor intermediario finanziario
- rilevante estensione della durata contrattuale
- Assenza di sistematico monitoraggio-verifica

Possibili soluzioni

- Si possono ipotizzare delle "soluzioni". In primo luogo, è auspicabile la necessaria valutazione *ex-ante* del rischio del derivato per conoscere la perdita a cui l'ente va incontro e non solo per stabilire *ex-post* gli effetti. Quindi, procedere per quanto possibile ad un'attualizzazione delle perdite o dei ricavi. Naturalmente, vista l'aleatorietà dei tassi, occorre stabilire una perdita massima accettabile (o soglia) prima della quale il contratto si può estinguere senza costi. Nella pratica finanziaria esiste la c.d. *mutual terminal clause* in base alla quale entrambe le parti possono stabilire di estinguere il derivato, qualunque sia il *market to market* dello stesso, in qualunque periodo.

Segue possibili soluzioni

- Un'alternativa, meno vincolante, potrebbe essere rappresentata dai consorzi volontari (previsti dal testo unico sugli enti locali: decreto legislativo n. 267 del 2000, articolo 31) per svolgere una consulenza nell'esclusivo interesse degli enti locali stessi.

Conclusioni e valutazioni

- La normativa precedente non poneva già dei limiti sufficienti a limitare il fenomeni negativi dei derivati?
- I contratti sottoscritti non sono stati conformi, in molti casi alla normativa esistente
- Ma cosa faranno gli enti per i contratti già sottoscritti?

Conclusioni e valutazioni

- Il decreto nulla dice!
- Rende impossibili le ristrutturazioni che vengono considerate, come visto, ulteriore ricorso ai derivati

Vincolo all'indebitamento articolo 77 bis commi 10, 11 e 29

- Dal 2010 gli enti possono aumentare la propria consistenza del debito al 31 dicembre dell'anno precedente in misura non superiore alla % annuale determinata con proiezione triennale con decreto del Ministero dell'Economia

Vincolo all' indebitamento segue

- Nell'ipotesi in cui l'ente registri nell'anno precedente un rapporto tra debito e totale delle entrate correnti al netto dei trasferimenti regionali e statali superiore alla % fissata con decreto del Ministero dell'economia questa % va ridotta di un punto

Vincolo all' indebitamento segue

- Resta comunque fermo il limite di indebitamento fissato dall'articolo 204 del Tuel: ok alla assunzione di mutui ed altre forme di finanziamento soltanto se l'importo degli interessi sommato all'importo dei mutui già contratti non è > al 15% delle entrate correnti del rendiconto del penultimo anno precedente a quello in cui viene previsto il finanziamento

