



Analisi sull'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte dei Comuni dell'Emilia Romagna con più di 50.000 abitanti aderenti al Ce.S.F.E.L

Maggio 2008

Da più parti, compreso la recente trasmissione televisiva di Report, sono stati lanciati allarmi sui rischi assunti da alcuni enti locali nelle operazioni in derivati.

La presente analisi, basata sullo studio di un campione significativo di enti (i 12 Comuni con popolazione superiore a 50.000 abitanti aderenti al Cesfel) e su un orizzonte temporale di alcuni anni, dimostra come nei principali Comuni della Regione Emilia Romagna le operazioni effettuate non destino preoccupazioni o rischi per i bilanci degli enti.

Gli enti locali hanno iniziato ad utilizzare i derivati nel 2001, introdotti nella legislazione dall'art. 41 della Legge 448/2001, che prevedeva in modo generico la possibilità di utilizzare tali strumenti.

Solo a inizio 2004, con la pubblicazione del D.M. 389/2003, le operazioni sono state regolamentate in modo più preciso, limitando le tipologie di operazioni effettuabili e, di conseguenza, i rischi assumibili.

Le operazioni effettuate nel periodo 2001/2003 presentano quindi maggiore variabilità nelle tipologie, e, in alcuni casi a livello nazionale, hanno comportato un'assunzione di rischio non consapevole da parte degli enti locali.

L'innovativa esperienza del **Ce.S.F.E.L.** – Centro Servizi Finanza Enti Locali Emilia Romagna - Convenzione promossa da **ANCI e UPI Emilia Romagna** e a cui aderiscono 12 Comuni con popolazione superiore a 50.000 abitanti e 8 Province della Regione, dimostra come sia possibile affrontare con una struttura snella e quindi costi modesti (la formula della convenzione tra enti permettere economie di scala senza creare sovrastrutture pesanti) le tematiche più complesse della finanza innovativa, riducendo il gap di conoscenze e specializzazione tra amministrazioni pubbliche e istituti di credito, e fornendo agli associati i mezzi per prendere decisioni più consapevoli in campo finanziario.

I Comuni e le Province aderenti al Cesfel hanno la possibilità di quotare in qualsiasi momento, e senza ricorrere a consulenti esterni, il valore delle strutture in derivati poste in essere o verificare i prezzi e i costi impliciti di operazioni proposte dagli Istituti. Importante risulta poi anche l'assistenza in fase di selezione delle controparti e quindi di impostazione della gara, nonché il supporto sugli aspetti contrattuali legati alla chiusura delle operazioni.

Su 12 Comuni aderenti al Ce.S.F.E.L. Emilia Romagna (tutti i Comuni della Regione con più di 50.000 abitanti, escluso il comune di Bologna) 10 hanno effettuato operazioni di gestione del debito utilizzando strumenti finanziari derivati e 9 sono alla data di rilevazione del 31/12/2007 gli enti che hanno ancora in essere almeno un'operazione, come evidenziato dalla seguente tabella.

Comune	Anno di effettuaz.	Nozionale di rif. al 31/12/07	Tipologia di nozionale	Caratteristiche delle operazioni	Durata contratto	Scadenza	Controparte
Reggio Emilia	2001 (oper rimodulate nel 2002)	32.751.728	Boc a Tasso Variabile	Trasformazione in tasso fisso con soglia di ritorno a variabile	10 anni	2011	Dexia-Crediop
Forlì	2005	41.187.932	BOC Tasso Variabile	Collar di copertura su tasso variabile	20 anni	2025	Dexia-Crediop
	2005	10.930.032	Mutui Tasso Variabile	Collar di copertura su tasso variabile	9 anni	2014	Unicredit
Parma	2005 (oper. rimodulate nel 2007)	20.887.159	Boc e Mutui a Tasso Variabile	Collar di copertura su tasso variabile	10 anni	2014	Dexia-Crediop
	2005	19.342.500	Boc a Tasso Variabile	Collar di copertura su tasso variabile	7 anni	2012	MPS
	2006	16.686.075	Boc a Tasso Variabile	Collar di copertura su tasso variabile	8 anni	2014	MPS
Modena	2002 (modificate nel 2003)	16.729.159	BOC Tasso Variabile	Trasformazione in tasso fisso con soglia di ritorno a variabile	15,16,17 anni	2017, 2018, 2019	Unicredit Rolo Banca
	2002	6.021.369	Mutui Tasso Fisso	Riduzione del tasso Fisso con soglia di trasformazione in variabile + spread	13,5 anni	2015	Unicredit Rolo Banca
Ferrara	2005	43.378.429	BOC Tasso Variabile	Collar di copertura su tasso variabile	14 anni	2019	Dexia-Crediop
Rimini	2001 (modificata nel 2002)	8.944.914	Mutui Tasso Fisso	Riduzione del tasso Fisso con soglia di trasformazione in variabile + spread	14,5 anni	2015	Unicredit Credito Italiano
	2002 (modificata nel 2003)	13.578.707	Mutui Tasso Variabile	Trasformazione in Tasso Fisso dell'indice IRS a 30 anni, con soglia di ritorno a variabile + spread	9,5 anni	2011	Unicredit Credito Italiano
Piacenza	2003	7.394.528	Mutui Tasso Variabile	Tasformazione in Tasso Fisso con soglia dal 2005 al 2007 su Euribor 6 mesi	5 anni	2008	Cassa di risp. PR&PC
Carpi	2002	17.199.291	Mutui Cassa dd.pp. Tasso Fisso	Riduzione del tasso Fisso con soglia di trasformazione in variabile	10 anni	2011	Dexia-Crediop
	2006	7.141.912	Tasso Variabile	Collar di copertura su tasso variabile	8 anni	2014	Dexia-Crediop
	2006	7.151.594	Tasso Variabile	Collar di copertura su tasso variabile	8 anni	2014	Unicredit Credito Italiano
Faenza	2002	13.892.155	Mutui Cassa dd.pp. Tasso Fisso	Riduzione del tasso Fisso con soglia di trasformazione in variabile + spread	20 anni	2021	Unicredit Rolo Banca
	2005, rimodulata nel 2006	17.017.319	BOC Tasso Variabile	Collar di copertura su tasso variabile	10 anni	2015	Banca Intesa

Le operazioni sono riferite ad un **“capitale nozionale”**, che corrisponde ad un pari indebitamento sottostante, di circa **300 milioni di euro** alla data del 31/12/2007¹. Alla data del 31/12/2006 le strutture in essere rappresentavano circa il 46% dell'indebitamento degli enti cui erano riferiti. Considerando che il nominale dei contratti nel corso del 2007 si è ridotto di quasi il 30% per effetto della chiusura di alcune operazioni, si può stimare che attualmente i contratti in derivati siano riferiti ad una percentuale attorno al 30-35% del complessivo debito residuo.

In generale le operazioni sono riconducibili ad un numero limitato di macro-tipologie, sebbene ogni contratto, caratteristica questa specifica del mercato OTC, presenti propri elementi distintivi. In particolare **prevalgono la tipologia del Collar di copertura dal rialzo dei tassi**, per quanto riguarda la rimodulazione dell'indebitamento a tasso variabile, e del **“tasso fisso con soglia”** per la rimodulazione di finanziamenti a tasso fisso. Inoltre le operazioni sono riferite per l'**85%** ad un nozionale sottostante di **finanziamenti a tasso variabile, a testimoniare l'esigenza sentita dalle amministrazioni di ridurre sul proprio indebitamento il rischio legato agli aumenti dei tassi.**

¹ Per semplicità e correttezza sostanziale del dato nel nozionale complessivo non sono state incluse 2 operazioni che erano effettivamente in essere alla data del 31/12/2007, ma sono state chiuse senza scambio di flussi in data 15/01/2008, e quindi non hanno avuto e non avranno alcun effetto sul 2008.

Mediamente **la durata dei contratti si aggira intorno ai 10 anni**, con un minimo di 5 ed un massimo di 20. Si è inoltre riscontrata nelle operazioni più recenti una tendenza a ridurre la durata, frutto anche di una maggiore consapevolezza circa la complessità degli strumenti in oggetto.

Negli ultimi anni si è confermata la tendenza ad un ricorso contenuto alle operazioni di finanza derivata, riconducibile in parte all'andamento dei tassi di interesse ed in parte alla notevole saturazione del mercato, dato che già a fine 2005 il ricorso a questi strumenti aveva interessato oltre l'80% degli enti aderenti al Ce.S.F.E.L.

In particolare nel 2006 sono state effettuate 3 rinegoziazioni di operazioni in essere e 4 nuove operazioni, tutte riconducibili alla tipologia del collar e quindi ad una logica di copertura dal rialzo dei tassi, mentre nel 2007 non sono state concluse nuove operazioni da parte dei Comuni aderenti al Ce.S.F.E.L.; sono state effettuate soltanto la chiusura anticipata di un'operazione e due rimodulazioni di strutture preesistenti, in entrambi i casi in seguito ad una variazione del nozionale sottostante. Infine, ad inizio 2008 sono state chiuse anticipatamente 2 operazioni.

A fine 2007 il saldo complessivo in termini di differenziali delle operazioni poste in essere dagli enti aderenti era positivo per circa 2,5 milioni di euro, cui vanno aggiunti circa 985.000 euro percepiti dagli enti sotto forma di up-front e circa 767.000 euro a fronte della chiusura anticipata di operazioni, **per un totale di circa 4,2 milioni di euro a favore degli enti**. In ogni caso una valutazione più completa delle operazioni realizzate deve riferirsi all'intero orizzonte temporale, generalmente di medio-lungo termine, coperto dalle stesse, leggendo l'operazione nel contesto complessivo delle strategie di gestione del debito adottate dall'ente.

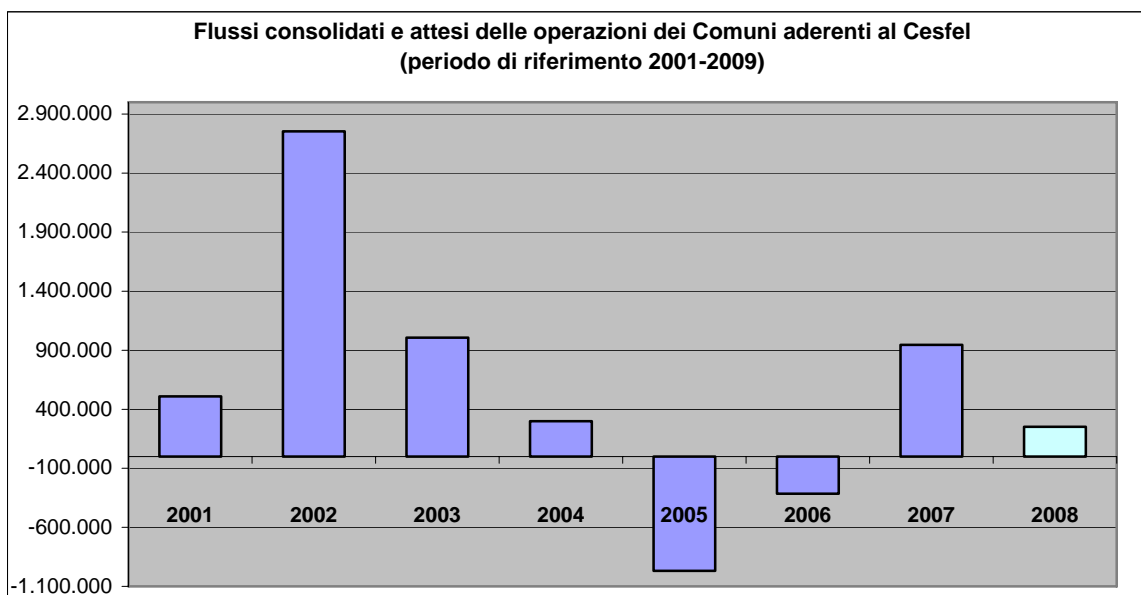
In proposito si evidenzia come, analizzando l'impatto dei derivati in rapporto agli oneri finanziari complessivi dei Comuni, esso risulti sostanzialmente contenuto anche in quegli anni dove si sono verificati differenziali nel loro complesso negativi, rimanendo in media sempre inferiori all'1%. Se poi si guarda all'impatto dei differenziali annui **sul totale dei bilanci correnti esso risulta addirittura quasi nullo**, oscillando in media tra un massimo positivo di 0,36% nel 2002 a un minimo negativo di 0,09%. Si tratta quindi di operazioni che di sicuro non hanno influito su eventuali aumenti della tassazione locale.

Differenziali operazioni in derivati complessivi annui Comuni Cesfel e indicatori su rata e entrate (dati in migliaia di euro)

ANNO (*)	N. Comuni con operazioni in derivati	A	B	C	C ----- A	C ----- B
		Rata complessiva (capitale + interessi)	Entrate correnti	Differ. Derivati (compresi Up-front e Valori di chiusura)		
2001	4	60.084,32	374.747,19	509,85	0,85%	0,14%
2002	7	92.273,08	769.670,44	2.753,16	2,98%	0,36%
2003	9	114.911,31	975.412,81	1.007,56	0,88%	0,10%
2004	10	117.425,90	1.118.822,11	299,32	0,25%	0,03%
2005	9	110.366,80	1.036.589,77	- 968,56	-0,88%	-0,09%
2006	9	109.582,55	977.086,50	- 315,22	-0,29%	-0,03%
2007 (**)	9	109.582,55	977.086,50	946,18	0,86%	0,10%
Totale		714.226,52	6.229.415,32	4.232,28	0,59%	0,07%

(*) Si precisa che, con riferimento ad ogni anno, sono stati considerati soltanto i valori degli enti che in quell'anno avevano in essere operazioni in derivati.

(**) Per l'anno 2007, non essendo ancora disponibili i dati relativi a quota capitale, interessi ed entrate correnti, i differenziali complessivi sono stati rapportati ai valori del 2006.

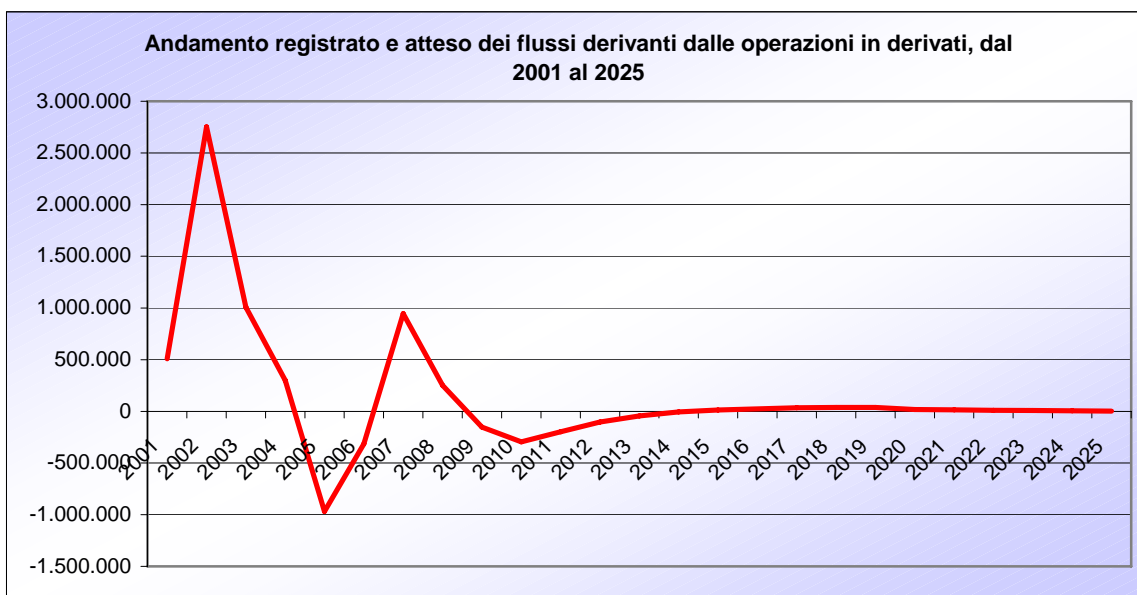


Come accennato in precedenza i flussi consolidati delle operazioni sono ampiamente positivi, e tali che le operazioni potrebbero essere chiuse alla data odierna con un risultato complessivamente a favore degli enti.

Anche per il 2008 è atteso un risultato positivo, in ragione dei tassi a breve ancora elevati.

Il valore di mercato delle operazioni in essere (mark to market) si attesta attualmente complessivamente attorno all'1% negativo del nozionale di riferimento. Si sottolinea in proposito come **l'esame dei flussi attesi e del costo dell'indebitamento abbia negli enti locali maggiore importanza rispetto al "mark to market" delle operazioni**, dato estremamente volatile e che fornisce informazioni in termini attualizzati e probabilistici non particolarmente significative per gli enti; d'altronde il calcolo del "mark to market" di un mutuo con tasso superiore a quello di mercato evidenzerebbe un importo maggiore rispetto al semplice debito residuo, con una differenza probabilmente ben più consistente della percentuale dell'1% del nominale, stimata alle attuali condizioni come valore di mercato delle operazioni in derivati in essere nei comuni esaminati. Nel comparto pubblico il *mark to market* dell'operazione assume un significato e un valore relativo; ciò in quanto gli enti locali, dovendo porre in essere operazioni con la sola finalità di copertura, non dovrebbero modificare o chiudere le operazioni sulla base dell'andamento del mercato e considerando solamente l'operazione in sè, ma piuttosto in relazione a modificazioni avvenute nella sottostante passività o nella composizione dell'indebitamento in generale.

Nel grafico seguente sono evidenziati, oltre ai differenziali già realizzati, anche i differenziali attesi dalle operazioni in essere fino al 2025, data di conclusione dell'operazione con scadenza più lontana.



I differenziali attesi dal 2009 in poi, calcolati in base alla situazione di mercato del 7 maggio 2008, seppure complessivamente negativi, non raggiungono importi tali da mettere in discussione il buon esito complessivo delle operazioni, con un saldo finale a favore degli enti.

Si evidenzia inoltre come i differenziali negativi attesi, essendo le operazioni in prevalenza di copertura dal rialzo dei tassi, derivino da un atteso ribasso dei tassi variabili, scontato attualmente sulla curva dei tassi forward.

Le strutture più recenti, che in alcuni casi hanno sostituito operazioni precedenti, si sono infatti concentrate sull'indebitamento a tasso variabile, che ha ormai raggiunto quote molto importanti dell'indebitamento degli enti, e sono servite per limitare il rischio sull'aumento dei tassi di interesse, senza rinunciare del tutto a tale tipologia.

Se effettivamente tale ribasso dei tassi dovesse verificarsi, avrebbe per gli enti effetti positivi sul complessivo indebitamento molto maggiori rispetto ai differenziali corrisposti sui derivati.

Questo a significare che un valore di mercato o flussi attesi negativi relativamente ad una o più operazioni di finanza derivata non rappresentano necessariamente un elemento di criticità, se si sposta il punto focale dell'esame dalla singola operazione, al complessivo indebitamento.

Un'analisi che, limitandosi ai soli differenziali registrati ed attesi, segua impropriamente le logiche della valutazione di un investimento, non può certamente dirsi corretta né completa, in quanto perde di vista l'obiettivo più generale per cui le stesse vengono poste in essere, e cioè la gestione complessiva dell'indebitamento.

E' di conseguenza necessario estendere le valutazioni alla gestione dell'indebitamento nel suo complesso, analizzando in particolare il peso degli oneri finanziari sul totale delle entrate correnti ed il costo medio dell'indebitamento.

Come si può vedere dalle tabelle seguenti i risultati degli ultimi consuntivi mostrano un costante miglioramento della gestione dell'indebitamento degli enti.

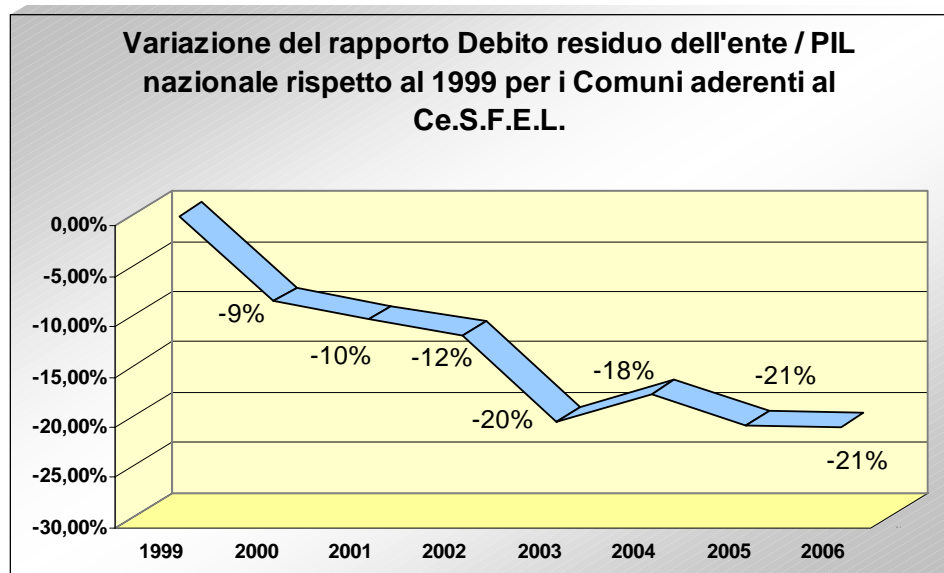
Il costo dell'indebitamento si è notevolmente ridotto, come testimonia la diminuzione del tasso medio di indebitamento, che nei Comuni passa dal 4,9% del 2002 al 3,7% del 2006. Al fine di evidenziare l'impatto dei differenziali positivi delle operazioni in derivati sul costo del debito (che invece già include gli oneri derivanti da eventuali differenziali negativi) si è calcolato per il 2006 il tasso medio di indebitamento anche al netto di tale componente; per i Comuni il tasso medio si è abbassa in questo modo al **3,6%**.

Tasso medio di indebitamento nei Comuni aderenti al Ce.S.F.E..L.						
COMUNE	2002	2003	2004	2005	2006	2006 (al netto dei diff. positivi oper. Derivati)
Ferrara	5,6	5,0	4,5	3,4	3,2	3,2
Forlì	4,6	4,1	3,8	3,8	3,6	3,6
Modena	4,2	3,7	3,8	3,8	3,9	3,8
Parma	4,1	3,5	3,1	2,9	3,6	3,0
Piacenza	4,7	3,4	3,2	3,6	4,1	4,1
Ravenna	5,6	5,1	4,5	4,5	3,3	3,3
Reggio Emilia	4,9	4,5	4,1	4,0	4,1	4,0
Rimini	5,2	3,6	3,3	2,8	3,3	3,3
Cesena	4,6	4,2	3,0	2,9	3,2	3,2
Imola	5,4	4,6	5,4	3,9	4,4	4,4
Faenza	4,6	4,5	4,1	3,7	3,9	3,8
Carpi	5,7	5,4	4,8	4,3	4,5	4,2
TOTALE	4,9	4,3	4,0	3,6	3,7	3,6

Anche il peso degli oneri finanziari sulle entrate correnti si è attestato su livelli molto contenuti negli ultimi anni ed è ben al di sotto dei limiti fissati dalla normativa (15%). Dal confronto con i dati degli anni precedenti emerge tuttavia che nel 2006 si è verificato un leggero incremento del rapporto in oggetto, che per i Comuni è passato dal 3,3% del 2005 al 3,6% del 2006; tale incremento è riconducibile all'aumento degli interessi passivi rispetto al 2005 ed alla diminuzione delle entrate correnti nello stesso periodo.

Incidenza % interessi su entrate correnti nei Comuni aderenti al Ce.S.F.E..L. (dati in migliaia di euro)									
COMUNE	2004			2005			2006		
	Q. interessi	E. Correnti	Incid. %	Q. interessi	E. Correnti	Incid. %	Q. interessi	E. Correnti	Incid. %
Ferrara	4.610,73	110.993,19	4,2	5.065,44	112.172,21	4,5	5.003,70	114.757,42	4,4
Forlì	4.370,27	100.076,67	4,4	4.461,87	99.811,55	4,5	4.621,45	95.260,41	4,9
Modena	1.908,79	209.608,73	0,9	2.130,99	213.933,56	1,0	1.778,81	188.230,07	0,9
Parma	3.517,14	159.690,00	2,2	3.664,18	156.134,61	2,3	4.947,29	156.415,94	3,2
Piacenza	2.110,45	81.898,30	2,6	2.738,86	85.845,23	3,2	2.985,71	82.158,60	3,6
Ravenna	5.453,96	120.163,57	4,5	5.097,63	120.052,89	4,2	2.143,36	110.421,10	1,9
Reggio Emilia	6.628,19	112.859,78	5,9	6.710,06	120.898,55	5,6	7.357,22	117.878,76	6,2
Rimini	4.127,92	115.890,53	3,6	3.978,86	139.638,38	2,8	4.749,60	115.589,25	4,1
Cesena	2.247,53	67.632,15	3,3	1.698,82	70.011,45	2,4	1.834,96	66.902,81	2,7
Imola	2.589,65	49.984,34	5,2	2.923,22	59.824,30	4,9	3.360,82	59.400,60	5,7
Faenza	2.164,34	51.437,30	4,2	2.303,71	51.714,65	4,5	2.490,96	47.992,22	5,2
Carpi	2.363,01	56.204,05	4,2	2.201,79	56.441,03	3,9	2.295,26	58.803,49	3,9
TOTALE	42.091,98	1.236.438,60	3,4	42.975,42	1.286.478,40	3,3	43.569,13	1.213.810,66	3,6

Altro elemento che testimonia l'impegno profuso negli ultimi anni dalle amministrazioni per la gestione efficiente delle proprie passività finanziarie è la costante riduzione del proprio debito in rapporto al PIL Nazionale. Per il 2007, i cui dati non sono ancora inseriti nel grafico, il trend è atteso in ulteriore riduzione, in ragione di un ricorso al credito molto ridotto e di alcune estinzioni di importo rilevante.



Andamento del rapporto debito/Pil nei Comuni aderenti al Ce.S.F.E..L. dal 1999 al 2006		
Anno	Variaz. % rispetto al 1999	Variaz. % rispetto all'anno precedente
2000	-8,5%	-8,51%
2001	-10,3%	-1,99%
2002	-11,9%	-1,80%
2003	-20,4%	-9,61%
2004	-17,7%	3,35%
2005	-20,8%	-3,77%
2006	-21,0%	-0,22%

Considerazioni Finali

Dai dati analizzati emerge **come nel complesso gli enti aderenti presentino una gestione finanziaria efficiente**, avendo razionalizzato e ristrutturato il proprio indebitamento e le proprie politiche finanziarie. Gli enti locali Emiliano-Romagnoli si sono quindi adoperati per una sana gestione dei propri bilanci, **contenendo il ricorso all'indebitamento da un lato, ed abbassando i relativi oneri finanziari dall'altro.**

Anche le operazioni in derivati poste in essere hanno prodotto risultati complessivamente positivi, ed hanno permesso una copertura ed una stabilizzazione dei tassi di interesse, nonché una più equilibrata composizione del debito residuo in essere.

Infine in ordine ai **flussi attesi dalle operazioni in derivati in essere non si prevedono per i prossimi anni**, in ipotesi di realizzazione dell'attuale curva forward dei tassi variabili, **differenziali positivi o negativi rilevanti.**