

SUPPLY CHAIN
QUAL È IL TUO UPSIDE?

Il Sole 24 ORE

www.marsh.it
SCOPRI IL TUO UPSIDE!
MARSH

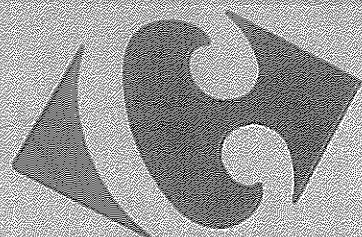
€1,50* Con l'inserito locale Mercoledì 17 Ottobre 2007

QUOTIDIANO POLITICO ECONOMICO FINANZIARIO FONDATA NEL 1865

Poste Italiane Sped. in A.P. D.L. 353/2003 conv. L. 46/2004 art. 1 c. 1 DGB Milano Anno 143° - Numero 21 www.ilssole24ore.it

COMMERCIO Carrefour chiude 11 ipermercati al Sud

Vincenzo Chierchia e Carlo Festa > pagina 20



JOB 24 Il private equity non piace ai sindacati

L'inserito settimanale > pagine 23-27

ROMANO (ENTRATE) «Accertamenti fiscali, incassi raddoppiati»

Dino Pesole > pagina 31



Da oggi I MAESTRI DELL'ARTE/8 Mantegna

a 14,90 euro oltre al prezzo del giornale

TRASPARENZA

Enti locali: i conti difficili e la miccia dei derivati

di Orazio Carabini

Al problema sono state dedicate un'indagine conoscitiva del Parlamento, due misure in altrettante Leggi finanziarie (2003 e 2007), numerose inchieste giornalistiche (le più recenti sono quelle di Claudio Gatti sul Sole 24 Ore e della trasmissione televisiva Report). Ma a distanza di cinque anni la questione derivati non è affatto risolta.

In sintesi, le banche hanno venduto alla loro clientela (piccole imprese ed enti locali) prodotti che sono frutto dell'innovazione finanziaria e che servono per proteggersi dai rischi di mercato. Molto spesso hanno approfittato della minor competenza degli interlocutori (piccoli imprenditori e amministratori pubblici) per piazzare contratti squilibrati e costosi senza informarli dei rischi e degli oneri cui sarebbero andati incontro.

Uno strumento utile per assicurarsi contro andamenti di

mercato sfavorevoli o imprevedibili si è così trasformato in molti casi in una tagliola. Imprese, Comuni, Province e Regioni se ne sono accorte troppo tardi. Il Governo è corso ai ripari mettendo un limite (1%) all'upfront, una modalità attraverso la quale gli enti locali utilizzavano i derivati per ottenere dei finanziamenti, e imponendo l'obbligo di comunicazione preventiva dei contratti. In sostanza pretendendo che le singole operazioni avessero una specie di bollino blu dagli uffici del Tesoro.

Ha funzionato? Non è detto. Nel 2007 sono stati comunicati agli uffici competenti 270 contratti (si veda l'articolo di Gianni Trovati a pag. 2) e solo 14 presentavano irregolarità segnalate alla Corte dei conti. Fino al 2007 ne erano stati comunicati 780. Tuttavia questi numeri non costituiscono un censimento attendibile dei derivati in essere presso Regioni, Province e Comuni. Un quadro completo della situazione nessuno, tra Tesoro, Banca d'Italia e Consob, sembra averlo. E invece proprio dalla trasparenza bisognerebbe cominciare: un'operazione verità che coinvolga le autorità di vigilanza da una parte, le banche dall'altra.

E il ministero di via XX Settembre potrebbe dare il buon esempio informando l'opinione pubblica sull'ammontare dei derivati in essere sul debito pubblico.

Continua > pagina 2

a ministretta dopo le tensioni dei subprime

imprese ti più rigidi

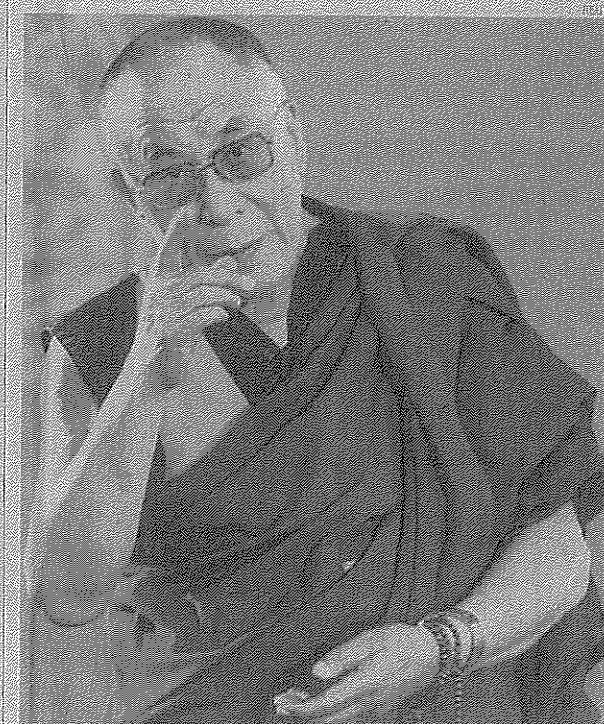
pesa pubblica è l'emergenza
 e, due punti in più sul 2005

Italia che ha registrato anche un calo della domanda del credito al consumo. Sul versante dei conti pubblici, Via Nazionale torna a lamentare gli insufficienti progressi nel taglio del deficit: il contenimento della spesa primaria corrente resta il problema centrale della finanza pubblica italiana». La

pressione fiscale sarà stabile l'anno prossimo, ma nel 2007 supererà del 2% il dato del 2005. Favorevole la congiuntura nell'estate si è registrata una lieve accelerazione delle attività produttive, anche se l'euro forte pesa sulla competitività. Crescita dell'1,5% nel 2008.

Servizi > pagina 3 e 7

IL DALAI LAMA ALLA CASA BIANCA



Scontro Usa-Cina. Il Dalai Lama (nella foto), 72enne leader buddista del Tibet, è ospite di George Bush. Dura reazione cinese. > pagina 9

I troppi fronti di Bush

di Mario Platero

Non più amata, non più temuta, con una forza militare vulnerabile e un'economia in pericolo, l'America si scopre debole. Mosca la diffida

dall'ostacolare il nucleare iraniano; Pechino minaccia «gravi conseguenze» per la visita alla Casa Bianca del Dalai Lama.

Continua > pagina 9

ENERGIA

Petrolio record a 88 dollari Maxiaccordo Eni in Libia

Nel giorno dell'ennesimo record del petrolio, con il greggio Wti oltre gli 88 dollari al barile, l'Eni ha annunciato un accordo in Libia che dovrebbe garantire maggiore sicurezza a lungo termine negli approvvigionamenti italiani di petrolio e gas. Il grup-

po guidato da Paolo Scaroni è rinnovato per altri 25 anni le concessioni per lo sfruttamento di giacimenti di idrocarburi. Previsti investimenti per 28 miliardi di dollari e un potenziamento del metanodotto Libia-Sicilia.

Bellomo e Rendina > pagina 11

MERCATI SOTTO PRESSIONE

Ma i consumi non rallentano

di Davide Tabarelli

> pagina 5

PANORAMA

La Cassazione sull'eutanasia: «Nuovo processo per Eluana»

La Cassazione ha disposto un nuovo processo per il caso di Eluana Englaro, la ragazza in coma da 15 anni per la quale il padre chiede la sospensione dell'alimentazione artificiale. I giudici autorizzano l'interruzione delle cure a due condizioni: che siano provati con irreversibile e volontà della paziente. Nella pronuncia, il diritto di cura include anche quello di morire. Giuristi e medici si dividono sui nuovi principi fissati dalla Corte.

si immobiliare

LA FUGA DALL'AMERICA
 Afflusso di capitali - Miliardi di \$

Luglio	+19,5	Agosto	-69,3
--------	-------	--------	-------

Ilanza per evitare conseguenze gravi. In agosto, con la crisi dei prime, fuga di investitori dagli Stati Uniti, con un deflusso record di 69,3 miliardi di dollari.

Mari e Valsania > pagina 3

Il rischio-strumenti finanziari
PRODOTTI STRUTTURATI

Fenomeno recente. Nel 2005 le Regioni avevano firmato solo cinque prodotti

Una necessità. Alla base c'è un'esigenza di liquidità, strozzata dagli interessi

Enti locali fuori controllo nella corsa ai derivati

Nel 2007 registrati 270 contratti: l'aumento è del 73%

Gianni Trovati
MILANO

Un derivato al giorno. Alla fine del 2007, cioè del primo anno in cui la legge impone a Comuni, Province e Regioni di inviare al Tesoro i documenti sulle operazioni in derivati, a via XX Settembre arriveranno 270 contratti attivati dagli enti locali. Uno, appunto, ogni giorno lavorativo. Con un'accelerata del 73% rispetto al 2002/2006, che hanno visto recapitare al ministero in media poco più di 150 contratti all'anno.

Il censimento ministeriale è obbligatorio solo da pochi mesi, ma molti segnali convergono nell'indicare che l'attivismo finanziario di enti locali e regioni è ripartito a spron battuto negli ultimi due anni. In tutto il 2005, le Regioni avevano firmato solo cinque contratti, e nel 2006 le scommesse finanziarie si erano quintuplicate fino a quota 23. La stessa altalena ha riguardato gli enti locali, sui quali però non esisteva fino all'inizio del 2007 un monitoraggio universale. Ma l'esame puntuale svolto dalla Corte dei conti su un campione rappresentativo di 149 enti (138 Comuni e 11 Province) riproduce la stessa dinamica: nel 2004 gli amministratori locali avevano coinvolto in swap 1,87 miliardi dei 4,98 di indebitamento complessivo, cioè quasi il 38%. Nel 2005, anno di tassi piatti, il rapporto fra swap e debito è sceso al 22,5%, per poi risalire rapidamente l'anno successivo. Rapportate al debito complessivo degli enti, queste quote volerebbero sopra i 10 miliardi.

Nel 2007, per la prima volta, il Patto di stabilità ha funzionato al meglio e ha frenato l'assunzione di nuovo debito locale (-47,2% sul 2006), asciugando (o almeno evitando che si espanda come in passato) il mare in cui pescano le operazioni in derivati. Ma certo il miglioramento del comparto non cancella i problemi dei singoli bilanci locali, e non annulla gli effetti del rialzo dei tassi. Che a metà 2005 hanno imboccato la salita, accentuando la spinta a ricontattare i vecchi indici variabili.

IL CENSIMENTO

Da quest'anno è diventato obbligatorio per Comuni, Province e Regioni rivelare al Tesoro il numero esatto dei prodotti acquistati



Un'esposizione da 10 miliardi
Sono 900 gli istituti pubblici coinvolti nei derivati, per una esposizione che supera i 10 miliardi di euro.

Oggi i derivati si stanno evolvendo da mina finanziaria a politica, con le polemiche seguite alla puntata che il settimanale d'inchiesta di Raitre Report ha dedicato domenica scorsa al tema. L'Ude ha annunciato un'interpellanza urgente in cui inviterà il Governo a «fare chiarezza», in Veneto la Giunta nega che la Regione abbia messo in atto operazioni «di tipo speculativo», mentre in Piemonte si alzano i toni fra l'assessore al Bilancio Paolo Peveraro e il centrodestra che chiede una commissione d'indagine.

Negli anni il fascino della finanza creativa ha ammaliato tutti, dalle Regioni (su cui si vedano le inchieste pubblicate sul Sole-24 Ore del 7 settembre e dei giorni seguenti) agli enti più piccoli. Con qualche complicazione in più nel caso dei secondi che, come nota la Corte dei conti, spesso non sono in grado di maneggiare strumenti finanziari così complessi «si affidano alle banche non solo per la costruzione delle strategie, ma anche per la valutazione dei relativi effetti».

E alla base di questa voglia di finanza, c'è spesso un'esigenza di liquidità, strozzata dal peso degli interessi passivi dei contratti in essere. Si spostano avanti il peso del debito (spulciando i contratti i magistrati contabili ne hanno trovati anche uno che scade nel 2046), nell'affannosa ricerca di un sollievo momentaneo. Ma nelle sabbie mobili del debito, chi si agita peggiora la propria situazione, perché il segno più, quando c'è, ha

vita breve, e rischia di ipotecare le gestioni future. Dopo due-tre anni, nota la Corte, si affaccia «una forte probabilità di perdita per l'ente».

A confermare che la liquidità suoni la sirena più forte per le operazioni in derivati arrivano i pareri delle sezioni regionali di controllo, che stanno cominciando a prendere posizione su un fattore chiave: l'eventuale vantaggio momentaneo dell'operazione non va in alcun modo utilizzato per le spese correnti ripetitive. Che una volta esauritasi l'entrata aprirebbero un altro buco nel bilancio.

E la logica sbagliata si porta con sé errori gravi anche nella scelta degli strumenti: sono sempre più diffusi i contratti a struttura «collar», che prevedono un corridoio di tassi minimo e massimo (ad esempio il 3,75% e il 5%) fuori dal quale il sottoscrittore comincia a perdere. I corridoi, rileva la Corte, sono sempre più stretti, al punto che si incontrano di frequente «condizioni contrattuali fortemente a rischio se non già in perdita a seguito della recente evoluzione dei tassi».

Ma i contratti collar sono tra quelli ammessi dalle norme applicative della Finanziaria 2002, che ha limitato la libertà assoluta che caratterizzava gli enti locali sul mercato finanziario. Ma proprio questi interventi mostrano che in finanza l'affannosa ricerca di controlli è necessario, ma non sufficiente. Perché nessuna regola può sostituire la responsabilità delle scelte dei singoli amministratori.

L'accelerazione degli ultimi mesi



L'impennata
A fine 2007 saranno 270 i contratti derivati sottoscritti dagli enti locali, contro i 156 (in media) del periodo 2002-2006.

Una normativa in evoluzione

Senza regole

Le prime operazioni in derivati degli enti locali si sono sviluppate in assenza di una normativa al riguardo. Anche il Digs 267/2000 si è limitato a sancire che Comuni e Province possono ricorrere al mercato finanziario «nelle forme consentite dalla legge».

Il «coordinamento» statale

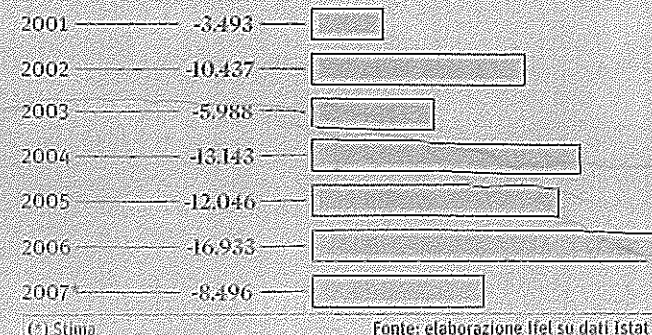
La Finanziaria per il 2002 (legge 448/2001) ha affidato all'Economia il compito di «coordinare» l'accesso al mercato degli enti locali. Sono stati fissati alcuni parametri, che hanno limitato la tipologia di operazioni, il ricorso all'upfront (non sopra l'1% del debito swapato) e l'ammontare delle operazioni.

La comunicazione obbligatoria

Dal 1° gennaio 2007 l'invio dei contratti al ministero dell'Economia è condizione necessaria per la loro validità.

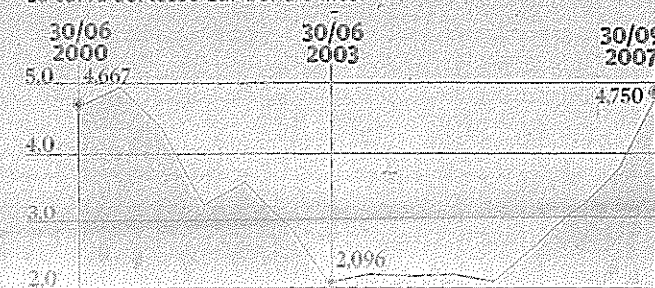
L'INVERSIONE DI ROTTA

L'indebitamento netto delle amministrazioni locali.
Dati in milioni di euro



GLI INTERESSI

La curva del tasso Euribor a 6 mesi



I conti difficili e la miccia

Non bisogna neanche fare confusione. Esistono imprenditori e amministratori locali che speculano senza la consapevolezza del rischio e senza la competenza necessaria per utilizzare questi strumenti. Ma esistono anche imprenditori e amministratori locali che sanno usare i derivati correttamente, ottenendone dei vantaggi per l'impresa e l'ente locale. Il derivato non è un demone per definizione. Può diventarlo se tutte le variabili vanno nella direzione sbagliata (e comunque è difficile saperlo oggi) o se c'è malafede da parte di entrambi i contraenti.

E ormai evidente che si sono verificati casi di scorretta amministrazione se non di vera e propria malversazione. La pratica più ricorrente negli enti locali è stata quella di utilizzare gli «swap» per reperire risorse in modo occulto, aggirando il patto di stabilità interno, a costo di appesantire la spesa per interessi. Con l'aggravante di rinviare nel tempo l'esborso, scaricandolo sulle spalle di un'altra amministrazione.

Tuttavia solo una sistematica e diffusa violazione delle norme in vigore da parte degli enti locali potrebbe far temere una crisi «sistemica». I banchieri assicurano che è un'ipotesi remota. Ma dopo quello che ha saputo combinare la Regione Lazio con il suo debito sanitario o il Comune di Taranto con la sua allegria finanziaria non si può fare molto affidamento sulle amministrazioni decentrate. Che peraltro continuano a essere protagoniste nella cre-

