

SENATO DELLA REPUBBLICA

— XVI LEGISLATURA —

6^a COMMISSIONE PERMANENTE

(Finanze e tesoro)

**INDAGINE CONOSCITIVA SULL'UTILIZZO
E LA DIFFUSIONE DEGLI STRUMENTI DI
FINANZA DERIVATA E DELLE
CARTOLARIZZAZIONI NELLE PUBBLICHE
AMMINISTRAZIONI**

II VOLUME

DOCUMENTI DEPOSITATI

Marzo 2010

INDICE

Martedì 17 febbraio 2009

| | |
|--|------|
| ANCI - Associazione Nazionale Comuni Italiani..... | p. 1 |
|--|------|

Mercoledì 18 febbraio 2009

| | |
|-------------------------------------|-------|
| Corte dei Conti..... | p. 6 |
| UPI - Unione Province d'Italia..... | p. 36 |

Mercoledì 25 febbraio 2009

| | |
|---|-------|
| On. Giuseppe VEGAS, sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze..... | p. 41 |
|---|-------|

Mercoledì 11 marzo 2009

| | |
|---|-------|
| Documento consegnato dal sen. D'Ubaldo..... | p. 73 |
|---|-------|

Mercoledì 18 marzo 2009

| | |
|-------------|-------|
| CONSOB..... | p. 87 |
|-------------|-------|

Mercoledì 1° aprile 2009

| | |
|---|--------|
| ABI - Associazione Bancaria Italiana..... | p. 127 |
|---|--------|

Mercoledì 6 maggio 2009

| | |
|---|--------|
| NAFOP - The National Association of Fee Only Planners..... | p. 195 |
| ASSOFINANCE | p. 221 |
| AIAF - Associazione Italiana degli Analisti Finanziari..... | p. 277 |

Mercoledì 10 giugno 2009

| | |
|-------------------------|--------|
| Guardia di Finanza..... | p. 305 |
|-------------------------|--------|

Mercoledì 8 e Martedì 21 luglio 2009

| | |
|---------------------|--------|
| Banca d'Italia..... | p. 327 |
|---------------------|--------|

Mercoledì 18 novembre 2009

| | |
|-----------------------------------|--------|
| Banca Nazionale del Lavoro..... | p. 383 |
| Gruppo Intesa-Sanpaolo S.p.a..... | p. 437 |

Giovedì 19 novembre 2009

| | |
|------------------------------|---------------|
| Gruppo Unicredit..... | p. 445 |
|------------------------------|---------------|

Martedì 24 novembre 2009

| | |
|---------------------------|---------------|
| Dexia Crediop..... | p. 459 |
|---------------------------|---------------|

Giovedì 26 novembre 2009

| | |
|---------------------------|---------------|
| Merrill Lynch..... | p. 497 |
|---------------------------|---------------|

Martedì 1° dicembre 2009

| | |
|-------------------------|---------------|
| UBS (Bozza)..... | p. 513 |
|-------------------------|---------------|

Giovedì 3 dicembre 2009

| | |
|---------------------------|---------------|
| Deutsche Bank..... | p. 519 |
|---------------------------|---------------|

| | |
|---|---------------|
| Documento trasmesso da Confindustria (audizione non svolta)..... | p. 561 |
|---|---------------|



INDAGINE CONOSCITIVA
VI COMMISSIONE FINANZE E TESORO
SENATO DELLA REPUBBLICA

STRUMENTI DERIVATI

Inquadramento normativo

Negli ultimi anni lo Stato ha consentito agli Enti locali, sullo sfondo di una progressiva riduzione dei trasferimenti, di accedere direttamente al mercato dei capitali anche mediante l'emissione di prestiti obbligazionari.

La legge 23 dicembre 1994 n. 724 (attuata con il D.M. 05.07. 1996, n. 420) ha, inoltre, ridimensionato il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti nell'attività di esercizio del credito a favore di Regioni, Province e Comuni, comportando un ampliamento nell'uso degli strumenti finanziari, nonché la creazione nel tempo di una disciplina speciale in tema di regolamentazione e vigilanza dell'accesso degli Enti locali al mercato dei capitali ivi compresa una disciplina specifica sull'operatività in prodotti derivati.

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 espressamente prescritto l'utilizzo dei derivati per la copertura del rischio di cambio in caso di emissioni in valuta estera.

In questa prospettiva, ben si comprende il significato della "svolta liberalizzatrice" impressa dall'**art. 41 della l. 28 dicembre 2001, n. 448**, in termini, tanto di arricchimento degli strumenti di *funding* a disposizione delle amministrazioni (anche regionali) locali, quanto di "flessibilizzazione" delle connesse tecniche di gestione del debito.

Un rafforzamento dei vincoli nell'utilizzo dei derivati da parte di Regioni ed Enti locali viene operato dalla **circolare esplicativa del Ministero dell'economia e delle finanze del 27 maggio 2004 (art. 3)**. La circolare reca 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 generali degli investimenti in strumenti derivati finanziari".

Inoltre, la finanziaria per il 2007, per aumentare l'attività di controllo sull'operato degli Enti locali nell'ambito delle operazioni in strumenti derivati finanziari, ha introdotto l'obbligo di trasmettere la relativa documentazione al Ministero dell'economia e delle finanze, quale requisito indispensabile per l'efficacia dei contratti medesimi.

L'ultimo intervento normativo in materia, prima con la Manovra d'estate e successivamente con la legge finanziaria per il 2009, pone una serie di limiti e vincoli al ricorso agli strumenti derivati da parte degli Enti locali.

In particolare il riferimento è all'articolo 62 del decreto legge n. 112 del 25 giugno 2008 (come modificato dalla legge finanziaria per il 2009) il quale vieta la possibilità di ricorrere, da parte degli Enti locali, all'uso degli strumenti derivati. Ciò per il periodo minimo di un anno dall'entrata in vigore del decreto 112/2008 e fino all'entrata in vigore del regolamento previsto dal comma 3 dell'articolo 62 del decreto legge 112/2008; regolamento da emanarsi da parte del Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentita la Banca d'Italia e la Consob (e d'intesa, per i profili di interesse regionale, con la conferenza permanente per i rapporti tra lo Stato, le regioni e le province autonome di Trento e Bolzano), concernente a) l'individuazione della tipologia di contratti derivati che le Regioni e gli Enti locali potranno stipulare; b) l'indicazione delle componenti derivate (implicite o esplicite) che gli stessi soggetti avranno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento.

Unica eccezione a tale generale divieto, introdotta in sede di riformulazione dell'articolo 62 del decreto 112/2008 (per opera della legge finanziaria per il 2009), è quella del caso in cui l'ente proceda ad una ristrutturazione della passività sottostante al contratto derivato. Ciò significa che per il periodo previsto dalla norma i soggetti citati non potranno concludere nuovi contratti su strumenti finanziari derivati, neanche con finalità di ristrutturazione delle operazioni in strumenti derivati concluse in precedenza e tutt'ora in essere. Unica eccezione unicamente il caso di ristrutturazione delle operazioni in derivati conseguente alla modifica della passività cui i medesimi contratti derivati sono riferiti.

Dimensioni del Fenomeno

L'analisi del contesto normativo appena descritta evidenzia come lo stesso quadro normativo in materia di strumenti derivati abbia fatto registrare decisi mutamenti di orientamento da

parte del legislatore, il quale in successione, passa dall'obbligare gli enti nella stipula dei contratti derivati, prevedendo anche l'obbligatorietà della copertura del rischio di cambio in caso di emissioni in valuta estera, al vietare *tout cour* il ricorso a tali strumenti.

Non si può non rilevare inoltre che, a seguito del progressivo arretramento del sostegno statale agli investimenti, gli enti locali sono stati di fatto spinti a ricorrere al mercato dei capitali, anche mediante l'emissione di prestiti obbligazionari (con connesse operazioni di copertura).

Per quanto riguarda le dimensioni del fenomeno:

- secondo una ricerca condotta dalla CONSOB, *“a fine 2006 gli Enti locali (Regioni, Province e Comuni) avevano un'esposizione in derivati verso banche italiane stimabile in circa 13 miliardi di euro di nozionale, pari al 36% dell'indebitamento totale verso intermediari residenti; il valore di mercato di queste posizioni risultava negativo per circa un miliardo di euro”*;
- secondo i dati forniti dalla Direzione Debito pubblico del Dipartimento del Tesoro, il valore dei contratti alla fine del 2007 (ivi inclusi, oltre a quelli stipulati dai Comuni, quelli stipulati dalle Regioni, le Province e le comunità montane) sarebbe stimabile in 35 miliardi di euro con un valore medio per ciascun contratto di 6,5 milioni.

In proposito, secondo la CONSOB, i principali fattori che hanno contribuito alla crescita del ricorso ai derivati da parte degli Enti Locali sono stati:

- 1) l'aumento della raccolta sul mercato obbligazionario;
- 2) la gestione più attiva dell'indebitamento.

Dal lato dei Comuni, si può dire che il ricorso anche agli strumenti derivati è stato per alcuni una scelta necessaria. Nella difficile congiuntura economica attuale e degli ultimi anni, ai Comuni è stato richiesto, nell'ambito del processo di risanamento finanziario, un crescente contributo per il perseguimento degli obiettivi di convergenza e stabilità fissati a livello Europeo.

Gli anni recenti hanno significato per i Comuni, contemporaneamente:

- a) una espansione di compiti e funzioni, spesso non accompagnata da risorse;

- b) una riduzione delle disponibilità finanziarie in termini reali, in parte dovuta alla progressiva riduzione del peso percentuale dei trasferimenti statali sulle entrate di parte corrente (non compensata dall'incremento del gettito dei tributi locali);
- c) la progressiva imposizione, per opera delle regole del Patto di Stabilità Interno, di un miglioramento nell'evoluzione dei saldi dei bilanci (con pesanti sanzioni a carico degli enti in caso di mancato rispetto).

La conseguente crisi di liquidità (maggiormente incidente per gli enti di piccola e media dimensione) ha spinto i Comuni ad un maggior ricorso al debito ed alla sua gestione attiva, in linea con le progressive aperture normative sinteticamente sopra descritte. Per taluni Comuni, la necessità di devolvere all'erogazione dei servizi indispensabili ai cittadini la quasi totalità delle proprie entrate correnti, ha causato l'erosione delle risorse a disposizione di tali enti per sostenere gli oneri finanziari per il servizio del proprio debito.

In merito alla questione dei derivati stipulati dai Comuni, ANCI non può che osservare che, evidentemente, il fenomeno dovrebbe essere affrontato con una prospettiva più ampia, data l'elevata complessità dal punto di vista tecnico della materia; il "blocco" inserito mediante l'articolo 62 del decreto legge 112/2008 (come modificato dalla legge finanziaria del 2009) non risolve il problema degli strumenti in essere, evidenziando solo l'esigenza di una correzione del quadro normativo. Qualunque sia l'effettiva dimensione del fenomeno nel mondo dei Comuni, la soluzione non può essere offerta da una norma che pone un divieto di ristrutturare tali contratti (salvo il caso in cui l'ente ristrutturi il contratto derivato in conseguenza della ristrutturazione della passività cui il medesimo contratto derivato è riferito), lasciando per le operazioni in essere come unica via d'uscita quella della chiusura delle relative posizioni (per quegli enti che sono in grado di percorrerla).

Riteniamo in altre parole che il fenomeno dei contratti derivati stipulati da alcuni comuni dovrebbe essere compreso e valutato analizzando la situazione dei nostri comuni.

In questo contesto ANCI, con il supporto di IFEL, ha avviato un'attività di assistenza ai Comuni per l'analisi dei contratti in essere, finalizzata a chiarire il contenuto delle operazioni stipulate.

ANCI inoltre sostiene l'opportunità dell'istituzione di un apposito organo di conciliazione cui possano essere deferite, su base volontaria, eventuali questioni problematiche concernenti i derivati in essere.

Prospettive

In primo luogo sarebbe necessario individuare le modalità per far superare ai Comuni l'attuale fase di crisi: infatti la normativa vigente, come sopra illustrato, per gli strumenti derivati consente esclusivamente di chiudere le posizioni; ciò per una parte degli enti, traducendosi in un pagamento, che potrebbe risultare impossibile e determinando un ulteriore aggravio degli oneri che potrebbero essere invece alleggeriti.

1. Pertanto rispetto all'attuale fase di "blocco", l'ANCI chiede di poter consentire ai Comuni di rinegoziare, con vincoli ed entro limiti espressamente stabiliti, i contratti derivati attualmente in essere.
2. ANCI inoltre sostiene l'opportunità dell'istituzione di un apposito organo di conciliazione cui possano essere deferite, su base volontaria, eventuali questioni problematiche concernenti i derivati in essere.

E' infine necessario dare attuazione alla disposizione contenuta nell'articolo 62 avviando il confronto in merito alla nuova disciplina regolamentare degli strumenti derivati che possono essere utilizzati dagli Enti Locali.

Il confronto dovrebbe riguardare la tipologia degli strumenti consentiti e le relative modalità contrattuali, al fine di vietare l'utilizzo di strumenti complessi e poco trasparenti, di difficile lettura da parte degli operatori pubblici.

A questo proposito ANCI ribadisce la propria disponibilità a confrontarsi sull'argomento con le parti istituzionali coinvolte per valutare insieme possibili emendamenti all'articolo 62 del decreto legge 112/2008, e fornire il proprio contributo in relazione al regolamento che dovrà essere emanato ai sensi del comma 3 dell'articolo 62 del decreto legge 112/2008.



CORTE DEI CONTI
SEZIONI RIUNITE IN SEDE DI CONTROLLO

**Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli
strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle
pubbliche amministrazioni**

Senato della Repubblica
6^a Commissione - Finanze e tesoro
- 18 febbraio 2009 -

CORTE DEI CONTI

I controlli della Corte dei conti sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata

*Elementi per l'audizione presso la Commissione Finanze e tesoro del
Senato nell'ambito dell'indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione
degli strumenti di finanza pubblica derivata e delle cartolarizzazioni delle
pubbliche amministrazioni*

**Senato della Repubblica
6ª Commissione - Finanze e Tesoro**

- 18 febbraio 2009 -

INDICE

| | <i>Pag.</i> |
|---|-------------|
| LA GESTIONE DELL'INDEBITAMENTO | “ 3 |
| <i>Le operazioni di ristrutturazione dell'indebitamento</i> | “ 3 |
| GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI | “ 5 |
| <i>Natura dei contratti in strumenti finanziari derivati</i> | “ 5 |
| <i>Derivati finanziari e ammortamento del debito</i> | “ 6 |
| <i>Derivati finanziari aventi ad oggetto i rischi di mercato</i> | “ 6 |
| <i>Natura del contratto e libertà contrattuale</i> | “ 8 |
| REGIONI, PROVINCE E COMUNI E STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI: LA DISCIPLINA NORMATIVA | “ 9 |
| <i>La delimitazione dell'ambito di operatività dello swap nelle operazioni di ammortamento del debito</i> | “ 11 |
| <i>La delimitazione dell'ambito di operatività dello swap di tasso di interesse</i> | “ 13 |
| <i>La valutazione del contratto e le conseguenze sul bilancio dell'ente</i> | “ 13 |
| LE COMPETENZE DELLA CORTE DEI CONTI | “ 17 |
| <i>Le analisi svolte dalla magistratura contabile</i> | “ 19 |
| LE DIMENSIONI QUANTITATIVE DEL FENOMENO DELLA FINANZA DERIVATA | “ 20 |
| LA VERIFICA DELLE SINGOLE OPERAZIONI: PRINCIPALI QUESTIONI RILEVATE | “ 34 |
| <i>L'obbligo di scelta del contraente tramite procedura selettiva</i> | “ 34 |
| <i>Advisor e operatore finanziario</i> | “ 35 |
| <i>La procedura amministrativa</i> | “ 36 |
| <i>Sottoposizione del contratto ad una legge e ad una giurisdizione diversa da quella italiana</i> | “ 37 |
| <i>Delegazione di pagamento o clausola simile</i> | “ 38 |
| <i>La comunicazione delle operazioni al Ministero dell'Economia e delle finanze</i> | “ 39 |
| <i>La rinegoziazione del contratto e le procedure amministrative seguite dagli enti</i> | “ 39 |
| <i>L'allocazione in bilancio dei flussi derivanti dal contratto</i> | “ 41 |
| <i>La convenienza economica dell'operazione</i> | “ 41 |
| <i>Il Mark to market</i> | “ 42 |
| <i>L'anticipazione (upfront): classificazione ed utilizzazione</i> | “ 43 |
| <i>La qualifica di operatore specializzato</i> | “ 43 |
| <i>Recesso anticipato del Comune e Costo di sostituzione</i> | “ 44 |
| CARTOLARIZZAZIONI DELLE PUBBLICHE AMMINISTRAZIONI | “ 47 |

LA GESTIONE DELL'INDEBITAMENTO

Le questioni inerenti l'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte delle Regioni e degli enti territoriali si inseriscono nella più ampia tematica della gestione del debito che, in linea generale, risulta essere finora poco esaminata.

Utilizzando, in vario modo, questi strumenti, gli enti territoriali hanno posto in essere operazioni che hanno influito sui rischi connessi all'indebitamento, sull'effettivo ammontare dello stesso e, in ultima analisi, sul reperimento di risorse da impiegare nella ordinaria gestione.

Le operazioni di ristrutturazione dell'indebitamento

Uno dei fenomeni che, a questo proposito, merita particolare attenzione e che è stato preso in esame nel corso delle analisi svolte delle Sezioni del controllo della Corte dei conti è quello riconducibile alle operazioni di estinzione anticipata di mutui che permette agli enti territoriali di estinguere prima della scadenza originariamente prevista un mutuo, rimborsando all'istituto finanziario il capitale residuo, generalmente maggiorato di una somma a titolo di indennizzo.

L'operazione può essere giustificata sia dalla presenza di consistenti entrate patrimoniali che permettono di saldare il debito con risparmio sui futuri interessi, che dalla possibilità di rinegoziare la passività in presenza di mutate condizioni di mercato quali, in particolare, la modificazione dei tassi di interesse, in senso decrescente rispetto a quelli del debito originario.

Al fine di estinguere anticipatamente la passività o di rinegoziarla è necessario procedere alla valutazione sulla convenienza dell'operazione, in relazione sia alla tipologia ed al livello dei tassi di interesse che alle condizioni attuali e alle attese dell'evoluzione futura dei mercati, nonché ai costi dell'operazione.

La possibilità di estinzione anticipata di mutui in essere, si è inserita negli ultimi anni in un quadro normativo all'interno del quale è prevista e disciplinata la possibilità di procedere ad operazioni di rinegoziazione degli stessi mediante il ricorso a nuovo indebitamento, finalizzato, in via esclusiva, all'estinzione anticipata della precedente passività e, in questo contesto, ha

di principio appartenenti alle generazioni future. In questo caso, anche in considerazione della maggior durata del vincolo debitorio, la sana gestione finanziaria impone che le risorse eventualmente liberate nell'immediato vengano destinate a spese di investimento, produttive di maggiore ricchezza per l'ente e, conseguentemente, anche per gli amministrati. A fronte del più lungo vincolo sul futuro deve esservi, almeno, un incremento del patrimonio dell'ente.

La recente manovra finanziaria per il 2009 ha introdotto alcune norme che sembrano andare in questa direzione⁴.

GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

Nell'ambito delle operazioni di gestione del debito, in generale, e della ristrutturazione dell'indebitamento, in particolare, gli enti territoriali, come noto, hanno fatto ampio ricorso, negli ultimi anni, a strumenti finanziari derivati.

Prima di passare all'esame di alcuni dati di carattere generale, delle attività di controllo svolte dalla Corte dei conti e delle principali criticità riscontrate dalla magistratura contabile è opportuno richiamare alcune nozioni inerenti la natura delle operazioni finanziarie in strumenti derivati.

Natura dei contratti in strumenti finanziari derivati

I contratti derivati sono "*strumenti finanziari*" che servono a gestire l'esposizione ai rischi di mercato o di credito che una banca o un'impresa o, come nel caso di specie, un ente pubblico territoriale assume nell'ambito della propria operatività⁵.

Questa operazione non è qualificabile come contratto di finanziamento, assoggettato alla disciplina contenuta nel Testo Unico Bancario⁶, ma quale "*strumento finanziario*", e come tale è disciplinata dal Testo unico sulla finanza e per la sua stessa natura può recare, a seconda dell'andamento dei mercati, effetti positivi o negativi per l'ente.

Nella pratica finanziaria internazionale si sono sviluppate numerose tipologie di contratti che rientrano in questa categoria e che presentano particolare interesse, in relazione alle attività degli enti territoriali.

⁴ Art. 62, co. 2 del d.l. 25 giugno 2008, n. 112, conv. in l. 6 agosto 2008, n. 133, nel testo risultante a seguito delle modifiche introdotte dall'art. 3 della l. 22 dicembre 2008, n. 203.

⁵ La definizione normativa è rinvenibile nell'art. 1 del Testo unico in materia Finanziaria, approvato con il d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58

⁶ Approvato con d. lgs. 1° settembre 1993, n. 385.

a date prestabilite, pagamenti commisurati in base al differenziale di tassi di interesse diversi, con l'aggiunta di opzioni, a favore dell'una o dell'altra parte.

Caratteristica comune ai contratti che rientrano nella categoria dell'*interest rate swap* è che entrambe le parti sono tenute ad adempiere la propria obbligazione a determinate scadenze, in base a specifici parametri predeterminati in relazione alla posizione contrattuale di ciascuna di esse e la regolazione dei pagamenti avverrà in base alla differenza che maturerà in favore dell'una o dell'altra.

Altro meccanismo contrattuale utilizzato in linea generale, in combinazione con il contratto principale, è quello dell'opzione che attribuisce ad una parte, a fronte del pagamento di un premio, la facoltà di comprare o vendere ad un altro soggetto uno strumento finanziario ad un prezzo determinato, in una certa data (o per tutto il periodo contrattuale).

Nelle opzioni e nei meccanismi contrattuali ad esse riconducibili nell'ambito degli strumenti finanziari derivati (*cap, floor, collar*) solo una delle parti è tenuta ad adempiere alla specifica obbligazione, mentre l'altra ha la facoltà di decidere se adempiere o meno, salvo che l'opzione sia concessa ad entrambe le parti nel qual caso occorre riferirsi alla specifica disciplina concordata dai contraenti, come generalmente accade nei contratti di questo genere conclusi dagli enti territoriali.

Come è già stato messo in luce, il principale contratto concluso, in moltissimi casi, dagli enti territoriali è quello di *swap di tasso di interesse*, che, come si è detto, ha natura atipica ed aleatoria e che ha quale causa sottostante la neutralizzazione di un rischio finanziario o valutario⁷, con l'aggiunta di alcuni meccanismi di opzione che rendono complessa la valutazione dell'intera operazione finanziaria ed incidono sulla determinazione del suo effettivo valore.

Se la causa è data dalla neutralizzazione del rischio finanziario che l'ente ha assunto in relazione al suo indebitamento, le attività poste in essere dalle parti contraenti devono essere finalizzate a questo scopo e non possono essere determinate da altre ragioni che possono, tutt'al più assumere il rilievo di "motivi" che, ai sensi dell'art. 1342 cod. civ., possono aggiungersi alla causa senza poterla sostituire.

Principio cardine del contratto in esame è quello dell'autonomia del contratto di mutuo originario, rispetto all'*operazione di swap*, in forza del quale il debitore continua a pagare gli interessi ivi stabiliti al mutuante. Il contratto di *swap* stipulato con l'intermediario finanziario (che, generalmente, non è neppure il concedente il mutuo), intende neutralizzare gli effetti

⁷ Sul punto: App. Milano, 26 gennaio 1999.

Peraltro, alcune associazioni di operatori finanziari internazionali si propongono di tipizzare i contratti attraverso modelli contrattuali uniformi, che sono da considerare meramente indicativi per le parti che possono negoziare condizioni differenti rispetto ai modelli proposti.

Viene in rilievo, in particolare, lo schema denominato *ISDA Master Agreement*, elaborato da una delle maggiori associazioni di operatori finanziari a livello mondiale, e cioè l'*ISDA - International Swaps and Derivatives Association, Inc.*, costituita nel 1985 e che, ad oggi, rappresenta più di 800 membri, che operano in più di 50 Paesi del mondo (tra i quali vi sono la maggior parte delle principali istituzioni finanziarie private operanti in derivati). Sin dalla sua costituzione, l'*ISDA* si è impegnata nell'identificare e ridurre le fonti del rischio nei derivati; la sua attività si è concretizzata, oltre che nello sviluppo del modello contrattuale *ISDA*, nella pubblicazione di una vasta gamma di materiali relativi agli strumenti finanziari derivati e nel rilascio di numerose *legal opinions*.

Un altro schema negoziale particolarmente diffuso è quello denominato *European Master Agreement - EMA*, predisposto dalla Federazione Bancaria Europea - *FBE* nel gennaio 2001 e che viene utilizzato prevalentemente dagli intermediari finanziari che operano nell'area dell'Euro.

La Federazione Bancaria Europea nel 2004 ha integrato lo schema contrattuale con un Allegato Prodotto per Operazioni su Derivati ("*allegato Derivati*").

REGIONI, PROVINCE E COMUNI E STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI: LA DISCIPLINA NORMATIVA

Negli ultimi anni, come noto, l'utilizzazione di strumenti di finanza derivata da parte degli enti territoriali è andata incrementandosi progressivamente ed il fenomeno ha trovato apposita disciplina legislativa, regolamentare ed amministrativa.

Invero, a fronte della particolare natura di questi strumenti finanziari e dei rischi che possono essere insiti nel loro utilizzo, soprattutto in relazione alla specifica esperienza nella materia finanziaria che è richiesta per un loro utilizzo consapevole, in assenza di una disposizione legislativa che ne autorizzi l'uso potrebbero porsi dubbi sulla compatibilità con le regole di contabilità pubblica alle quali debbono rispondere gli enti territoriali.

Va in proposito ricordato che l'*House of Lords* ha statuito che gli enti territoriali inglesi non sono legittimati a concludere questi tipi di contratto perché non hanno la capacità giuridica

Dal complesso delle disposizioni normative si evince che i limiti che devono essere osservati dagli enti territoriali che intendono dar corso ad operazioni in derivati, ad oggi, risultano essere quattro:

- 1) riduzione del costo finale del debito;
- 2) riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato;
- 3) accessorialità rispetto a passività effettivamente esistenti
- 4) contenimento dei rischi di credito assunti.

Anche con la Finanziaria per il 2008 vi è stato un rafforzamento sia dei poteri di verifica esterni che un richiamo agli obblighi di trasparenza che debbono informare la conclusione di questa particolare tipologia contrattuale¹³.

Da ultimo, un intervento molto più significativo si è avuto con la manovra finanziaria per il 2009¹⁴.

Al fine di meglio valutare le attività poste in essere dagli enti territoriali occorre distinguere, in modo maggiormente analitico, i limiti posti agli enti territoriali in ordine all'utilizzo delle operazioni di finanza derivata nelle operazioni di ammortamento del debito da quelli inerenti la generalità delle operazioni di *swap di tasso di interesse*.

La delimitazione dell'ambito di operatività dello swap nelle operazioni di ammortamento del debito

La disciplina normativa individua alcune operazioni consentite agli enti territoriali in relazione all'ammortamento del debito relativo ad un prestito obbligazionario e, in via generale e residuale, stabilisce che gli stessi possano effettuare le operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività.

Queste operazioni possono essere concluse esclusivamente con intermediari finanziari in possesso di adeguato *rating*, attribuito da primarie agenzie di livello internazionale.

Nell'ambito delle previsioni normative originarie, gli enti territoriali potevano procedere all'ammortamento del debito relativo ad un prestito obbligazionario mediante la costituzione di un fondo contestuale alla sottoscrizione del prestito, ovvero mediante *l'amortising swap* in base al quale l'intero capitale del prestito obbligazionario viene accumulato progressivamente,

¹³ Art. 1 co. 381 - 384 della legge 24 dicembre 2007, n. 244.

¹⁴ Art. 62, co. 2 del citato d.l. 25 giugno 2008, n. 112, conv. in l. 6 agosto 2008, n. 133, nel testo risultante a seguito delle modifiche introdotte dall'art. 3 della l. 22 dicembre 2008, n. 203.

Da ultimo, nell'ambito della manovra finanziaria per il 2009 è stato introdotto un divieto generalizzato per Regioni ed enti territoriali di emettere titoli obbligazionari o altre passività che prevedano il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza¹⁶.

La delimitazione dell'ambito di operatività dello swap di tasso di interesse

Dalla normativa richiamata sopra, in relazione ai contratti di *swap* di tasso di interesse risultano consentiti solamente quelli strutturati nella forma più semplice, denominata *plain vanilla*, che consiste nell'impegno dei contraenti di scambiarsi regolarmente flussi di interesse, collegati a parametri del mercato monetario, nonché nella possibilità di negoziare particolari opzioni.

Una nuova disciplina di carattere generale dovrà essere introdotta, con uno o più decreti di carattere regolamentare, da parte del Ministro dell'Economia e delle Finanze in attuazione di quanto previsto dalla manovra finanziaria per il 2009¹⁷.

La valutazione del contratto e le conseguenze sul bilancio dell'ente

La gestione pluriennale di un contratto di swap che può comportare dei vantaggi per l'ente territoriale, ma può anche prevedere delle conseguenze finanziarie negative, implica alcune difficoltà attese la natura prettamente finanziaria del bilancio degli enti territoriali.

A questa situazione è stato posto un primo rimedio prevedendo che al bilancio di ciascun ente debba essere allegata una nota che indichi quale sia la valutazione degli oneri e dei rischi finanziari correlati al contratto relativo a strumenti finanziari derivati¹⁸.

Si tratta di un primo passo diretto ad evidenziare quale sia la reale situazione finanziaria dell'ente e quali possibili situazioni negative possano verificarsi, anche per adeguare la gestione corrente, in relazione ai possibili impegni finanziari futuri.

In assenza di ulteriori precisazioni normative, le pronunce della magistratura contabile hanno chiarito che la nota di accompagnamento debba essere allegata sia al bilancio di previsione che al rendiconto poiché in relazione ad entrambi è necessario precisare l'esatta situazione in cui si trova l'ente.

¹⁶ Art. 62, co. 2 del citato d.l. 25 giugno 2008, n. 112, conv. in l. 6 agosto 2008, n. 133, nel testo risultante a seguito delle modifiche introdotte dall'art. 3 della l. 22 dicembre 2008, n. 203.

¹⁷ Art. 62, co. 3 del citato d.l. 25 giugno 2008, n. 112, conv. in l. 6 agosto 2008, n. 133, nel testo risultante a seguito delle modifiche introdotte dall'art. 3 della l. 22 dicembre 2008, n. 203. I commi successivi della norma citata introducono alcuni specifici limiti che dovranno essere osservati in sede di disciplina regolamentare.

¹⁸ Si tratta del co. 383, dell'art. 1, della l. 24 dicembre 2007, n. 244., ripreso dall'art. 62, co. 8 del citato d.l. 25 giugno 2008, n. 112, conv. in l. 6 agosto 2008, n. 133, nel testo risultante a seguito delle modifiche introdotte dall'art. 3 della l. 22 dicembre 2008, n. 203.

Tavola 1
 Numero dei comuni che hanno allegato al Bilancio di previsione 2008 la nota prevista dal comma 383 art. 1 della L.F.2008 (distribuzione per regione)

| | numero comuni | | | | Composizione | | | |
|------------|---------------|-----|--------------|--------|--------------|------|------|--------|
| | SI | NO | non indicato | Totale | SI | NO | ND | Totale |
| Lombardia | 56 | 36 | 1 | 93 | 60,2 | 38,7 | 1,1 | 100,0 |
| Veneto | 36 | 21 | 5 | 62 | 58,1 | 33,9 | 8,1 | 100,0 |
| Friuli | 7 | 21 | | 28 | 25,0 | 75,0 | 0,0 | 100,0 |
| Liguria | 6 | 4 | 1 | 11 | 54,5 | 36,4 | 9,1 | 100,0 |
| Emilia | 21 | 35 | | 56 | 37,5 | 62,5 | 0,0 | 100,0 |
| Toscana | 37 | 27 | 2 | 66 | 56,1 | 40,9 | 3,0 | 100,0 |
| Umbria | 27 | 7 | 1 | 35 | 77,1 | 20,0 | 2,9 | 100,0 |
| Marche | 24 | 12 | | 36 | 66,7 | 33,3 | 0,0 | 100,0 |
| Lazio | 12 | 20 | 11 | 43 | 27,9 | 46,5 | 25,6 | 100,0 |
| Abruzzo | 18 | 11 | 2 | 31 | 58,1 | 35,5 | 6,5 | 100,0 |
| Molise | 1 | 3 | 1 | 5 | 20,0 | 60,0 | 20,0 | 100,0 |
| Campania | 33 | 25 | 8 | 66 | 50,0 | 37,9 | 12,1 | 100,0 |
| Puglia | 40 | 25 | 2 | 67 | 59,7 | 37,3 | 3,0 | 100,0 |
| Basilicata | 7 | 4 | 1 | 12 | 58,3 | 33,3 | 8,3 | 100,0 |
| Calabria | 29 | 17 | | 46 | 63,0 | 37,0 | 0,0 | 100,0 |
| Sicilia | 31 | 25 | 2 | 58 | 53,4 | 43,1 | 3,4 | 100,0 |
| Sardegna | 12 | 8 | 2 | 22 | 54,5 | 36,4 | 9,1 | 100,0 |
| Totale | 397 | 301 | 39 | 737 | 53,9 | 40,8 | 5,3 | 100,0 |

Dai dati che precedono si evince che le percentuali maggiori di adempimento si sono rilevate nelle Marche, in Calabria e in Lombardia, mentre le percentuali minori si sono riscontrate in Molise e in Friuli Venezia Giulia.

La Tavola che segue riporta gli stessi dati raggruppati in relazione alle classi di Comuni.

Tavola 2
 Numero comuni che hanno allegato al Bilancio di previsione 2008 la nota prevista dal comma 383 art. 1 della L.F.2008
 (distribuzione per classe dimensionale del comune)

| | numero comuni | | | | Composizione | | | |
|-------------|---------------|-----|--------------|--------|--------------|------|-----|--------|
| | SI | NO | non indicato | Totale | SI | NO | ND | Totale |
| fino a 2000 | 34 | 46 | 2 | 82 | 41,5 | 56,1 | 2,4 | 100,0 |
| 2001-5000 | 88 | 82 | 11 | 181 | 48,6 | 45,3 | 6,1 | 100,0 |
| 5001-10000 | 102 | 61 | 5 | 168 | 60,7 | 36,3 | 3,0 | 100,0 |
| 10001-50000 | 138 | 90 | 18 | 246 | 56,1 | 36,6 | 7,3 | 100,0 |
| oltre 50000 | 35 | 22 | 3 | 60 | 58,3 | 36,7 | 5,0 | 100,0 |
| totale | 397 | 301 | 39 | 737 | 53,9 | 40,8 | 5,3 | 100,0 |

Tavola 4

Numero province con derivati che hanno allegato al Bilancio di previsione 2008 la nota prevista dal comma 383 art. 1 della L.F.2008
(distribuzione per regione)

| | numero province | | | Composizione | | |
|---------------|-----------------|-----------|-----------|--------------|-------------|--------------|
| | SI | NO | Totale | SI | NO | Totale |
| Lombardia | 4 | | 4 | 100,0 | 0,0 | 100,0 |
| Veneto | 2 | 1 | 3 | 66,7 | 33,3 | 100,0 |
| Friuli | 2 | 2 | 4 | 50,0 | 50,0 | 100,0 |
| Liguria | 2 | 1 | 3 | 66,7 | 33,3 | 100,0 |
| Emilia | 3 | 1 | 4 | 75,0 | 25,0 | 100,0 |
| Toscana | 1 | 1 | 2 | 50,0 | 50,0 | 100,0 |
| Umbria | 2 | | 2 | 100,0 | 0,0 | 100,0 |
| Marche | 1 | 1 | 2 | 50,0 | 50,0 | 100,0 |
| Lazio | | 2 | 2 | 0,0 | 100,0 | 100,0 |
| Abruzzo | 1 | 2 | 3 | 33,3 | 66,7 | 100,0 |
| Molise | | | 0 | | | |
| Campania | 1 | 1 | 2 | 50,0 | 50,0 | 100,0 |
| Puglia | 2 | 1 | 3 | 66,7 | 33,3 | 100,0 |
| Basilicata | | | 0 | | | |
| Calabria | 2 | 1 | 3 | 66,7 | 33,3 | 100,0 |
| Sicilia | 2 | | 2 | 100,0 | 0,0 | 100,0 |
| Sardegna | | 1 | 1 | 0,0 | 100,0 | 100,0 |
| Totale | 25 | 15 | 40 | 62,5 | 37,5 | 100,0 |

LE COMPETENZE DELLA CORTE DEI CONTI

I compiti di controllo in ordine alla gestione finanziaria delle Regioni, delle Province e dei Comuni che, progressivamente, sono stati attribuiti alla Corte dei conti e, in particolare, alle Sezioni regionali hanno fatto sì che uno dei fenomeni analizzati sia stato quello della finanza derivata, anche per le rilevanti ricadute che può avere sulla gestione degli enti.

Peraltro, a partire dalla legge finanziaria per il 2007, è stata attribuita, come si vedrà, una specifica competenza, rafforzata nell'ambito della manovra per il 2009.

Occorre segnalare, però, che l'intervento della Sezione regionale di controllo, allo stato attuale della disciplina normativa, non è diretto ad analizzare la legittimità delle singole operazioni, ma a verificare se, nell'ambito della complessiva gestione dell'ente, le stesse rispondano a criteri di regolarità contabile e di sana gestione finanziaria al fine di segnalare eventuali profili di criticità al Consiglio comunale in modo che l'ente possa provvedere, nell'ambito della sua autonomia, a porre rimedio, ovviamente ove possibile.

Infatti, nell'ambito della nuova e significativa modalità di verifica in ordine sia al rispetto degli obiettivi previsti dalla normativa sul Patto di stabilità interno che alla correttezza della gestione finanziaria degli enti territoriali, prevista dall'art. 1,co. 166 e segg. della legge 23

conti copia della documentazione ricevuta dagli enti che hanno concluso operazioni di finanza derivata²².

Le analisi svolte dalla magistratura contabile

Chiariti i termini generali della questione, occorre precisare che lo strumento delle linee guida e dei questionari che devono essere compilati dagli organi di revisione di ciascun ente in relazione sia al bilancio di previsione che al rendiconto, che, come si è visto è stato introdotto dalla legge finanziaria per il 2006, permette alla magistratura contabile un duplice livello di analisi.

Infatti, da un lato, consente di raccogliere dei dati omogenei di carattere generale, riferiti a tutti gli enti territoriali della Repubblica, utili sia a fini di confronto che di analisi per conoscere gli esatti termini dei fenomeni, anche in termini di grandezza complessiva.

Dall'altro, permette di analizzare la situazione del singolo ente, individuare le caratteristiche di ogni operazione, valutandone l'incidenza sulla complessiva gestione amministrativa e finanziaria dell'ente.

Entrambe queste analisi possono essere utilizzate, poi, dal legislatore per modulare gli interventi normativi in modo tale da evitare l'insorgenza o la persistenza di problematiche finanziarie o gestionali, ovvero per cercare di contenere gli aspetti idonei ad incidere negativamente.

La Corte dei conti, nell'ambito delle sue articolazioni centrali e regionali, sta procedendo all'esame delle questioni inerenti l'utilizzo di strumenti di finanza derivata sia nei suoi aspetti generali, che coinvolgono l'intera platea degli enti, che in quelli particolari riferiti alle singole operazioni poste in essere da ciascun ente²³.

Sono disponibili, quindi, dati di carattere generale, riferiti alla dimensione quantitativa del fenomeno e dati, tratti dall'analisi delle singole operazioni, che mettono in luce i principali problemi esaminati e le loro ricadute sulla sana gestione finanziaria degli enti territoriali.

²² Art. 62, co. 7 del citato d.l. 25 giugno 2008, n. 112, conv. in l. 6 agosto 2008, n. 133, nel testo risultante a seguito delle modifiche introdotte dall'art. 3 della l. 22 dicembre 2008, n. 203.

²³ Al riguardo, viene allegato al presente documento un elenco delle principali pronunce che sono state emanate da ciascuna Sezione regionale.

Le attività di verifica e di emanazione delle pronunce sono ancora in corso.

La Tavola che segue indica il numero dei Comuni che hanno concluso operazioni di questa tipologia, con specifico riferimento alla Regione di appartenenza

Tavola 5
I comuni con strumenti derivati in essere (numero di enti per regione e classe dimensionale)

| | Dimensione dell'ente (residenti) | | | | | totale |
|------------|----------------------------------|-----------|------------|-------------|-------------|--------|
| | fino a 2000 | 2001-5000 | 5001-10000 | 10001-50000 | oltre 50000 | |
| Lombardia | 14 | 23 | 25 | 28 | 3 | 93 |
| Veneto | 1 | 12 | 16 | 30 | 3 | 62 |
| Friuli | 8 | 10 | 5 | 4 | 1 | 28 |
| Liguria | 1 | 1 | 3 | 3 | 3 | 11 |
| Emilia | 8 | 15 | 8 | 17 | 8 | 56 |
| Toscana | 13 | 17 | 13 | 15 | 8 | 66 |
| Umbria | 10 | 9 | 5 | 8 | 3 | 35 |
| Marche | 3 | 13 | 8 | 11 | 1 | 36 |
| Lazio | 1 | 3 | 11 | 23 | 5 | 43 |
| Abruzzo | 10 | 7 | 4 | 7 | 3 | 31 |
| Molise | 1 | 3 | 1 | | | 5 |
| Campania | 1 | 16 | 15 | 28 | 6 | 66 |
| Puglia | 2 | 11 | 19 | 30 | 5 | 67 |
| Basilicata | | 5 | 5 | 2 | | 12 |
| Calabria | 6 | 10 | 13 | 13 | 4 | 46 |
| Sicilia | 3 | 15 | 14 | 20 | 6 | 58 |
| Sardegna | | 11 | 3 | 7 | 1 | 22 |
| Totale | 82 | 181 | 168 | 246 | 60 | 737 |

Dalla Tavola che precede si evince che 736 Comuni hanno concluso operazioni di questo genere e che le Regioni che in termini assoluti sono state maggiormente interessate dal fenomeno sono la Lombardia (93 enti) e la Campania (66 enti), mentre quelle meno interessate sono il Molise (5 enti) e la Liguria (11 enti).

Di particolare interesse è la notazione che ben 84 enti hanno popolazione inferiore ai 2000 abitanti e 181 enti hanno una popolazione compresa fra i 2001 ed i 5000 abitanti.

La conclusione di operazioni di questa complessità e natura da parte di enti territoriali di ridotte dimensioni, anche organizzative, suscita qualche perplessità, come è stato messo in luce in numerose delibere delle Sezioni regionali che hanno rilevato particolari criticità in relazione ai contratti conclusi da questi enti.

Significativa è anche la rappresentazione contenuta nella Tavola che segue, dalla quale si evince la quota di popolazione residente nei Comuni che hanno concluso operazioni di questo genere.

Tavola 7
I comuni con strumenti derivati in essere (quota % sul totale per regione e classe dimensionale)

| | Dimensione dell'ente (residenti) | | | | | totale |
|------------|----------------------------------|-----------|------------|-------------|-------------|--------|
| | fino a 2000 | 2001-5000 | 5001-10000 | 10001-50000 | oltre 50000 | |
| Lombardia | 2,16 | 5,03 | 9,58 | 16,97 | 21,43 | 6,02 |
| Veneto | 0,85 | 6,00 | 11,11 | 26,79 | 42,86 | 10,67 |
| Friuli | 8,79 | 14,93 | 13,16 | 20,00 | 33,33 | 12,79 |
| Liguria | 0,75 | 2,00 | 11,11 | 14,29 | 75,00 | 4,68 |
| Emilia | 15,69 | 14,02 | 8,25 | 23,29 | 61,54 | 16,42 |
| Toscana | 20,97 | 23,29 | 19,40 | 20,55 | 66,67 | 23,00 |
| Umbria | 28,57 | 34,62 | 41,67 | 50,00 | 100,00 | 38,04 |
| Marche | 2,97 | 16,88 | 22,22 | 39,29 | 25,00 | 14,63 |
| Lazio | 0,62 | 3,23 | 21,15 | 37,70 | 50,00 | 11,38 |
| Abruzzo | 5,24 | 11,48 | 14,29 | 33,33 | 75,00 | 10,16 |
| Molise | 0,97 | 14,29 | 12,50 | 0,00 | 0,00 | 3,68 |
| Campania | 0,54 | 10,60 | 16,67 | 26,67 | 30,00 | 11,98 |
| Puglia | 6,67 | 19,64 | 30,65 | 31,58 | 33,33 | 25,97 |
| Basilicata | 0,00 | 12,82 | 23,81 | 20,00 | 0,00 | 9,16 |
| Calabria | 3,41 | 6,71 | 26,53 | 43,33 | 80,00 | 11,25 |
| Sicilia | 3,57 | 13,27 | 16,28 | 21,74 | 40,00 | 14,87 |
| Sardegna | 0,00 | 10,09 | 8,82 | 28,00 | 25,00 | 5,84 |
| Totale | 3,37 | 9,79 | 15,11 | 25,89 | 44,12 | 11,37 |

Risulta che solamente l'11,37% dei Comuni abbiano concluso questa tipologia di contratti e che in relazione alle classi di appartenenza il 44,12% degli enti con popolazione superiore ai 50000 abitanti ed il 25,89% degli enti con popolazione compresa fra i 10001 ed i 50000 abitanti abbiano in essere operazioni di finanza derivata. Significativo è anche che ben il 3,37% degli enti con popolazione inferiore ai 2000 abitanti siano parte di questi contratti.

La Tavola che segue indica, in percentuale, i dati relativi alla popolazione residente nei Comuni che hanno concluso queste operazioni.

L'esame dei dati sopraindicati mette in luce che le Province interessate dal fenomeno sono 44 su un totale di 99 enti presi in considerazione.

La popolazione residente, come risulta dalla Tavola che segue, è pari al 44, 2% della popolazione nazionale. Il dato più elevato, in termini percentuali, a livello regionale è quello della Basilicata nella quale entrambe le Province sono interessate. A seguire Lazio e Toscana che vedono percentuali superiori all'80%. In termini assoluti il maggior numero di Province è concentrato in Lombardia ed Emilia Romagna (4 Province interessate).

Tavola 10
I residenti nelle province che hanno strumenti derivati in essere (numero di residenti per regione)

| | Residenti province | | | | | |
|------------|--------------------|----------------|------------|--------------|----------------|--------|
| | Con derivati | Senza derivati | Totale | Con derivati | Senza derivati | Totale |
| Lombardia | 5.833.618 | 3.711.823 | 9.545.441 | 61,1 | 38,9 | 100,0 |
| Veneto | 1.949.954 | 2.823.600 | 4.773.554 | 40,8 | 59,2 | 100,0 |
| Friuli | 1.212.602 | 0 | 1.212.602 | 100,0 | 0,0 | 100,0 |
| Liguria | 1.387.666 | 220.212 | 1.607.878 | 86,3 | 13,7 | 100,0 |
| Emilia | 2.067.103 | 2.156.161 | 4.223.264 | 48,9 | 51,1 | 100,0 |
| Toscana | 657.008 | 2.981.203 | 3.638.211 | 18,1 | 81,9 | 100,0 |
| Umbria | 872.000 | 967 | 872.967 | 99,9 | 0,1 | 100,0 |
| Marche | 687.261 | 848.837 | 1.536.098 | 44,7 | 55,3 | 100,0 |
| Lazio | 674.799 | 4.818.509 | 5.493.308 | 12,3 | 87,7 | 100,0 |
| Abruzzo | 999.685 | 310.112 | 1.309.797 | 76,3 | 23,7 | 100,0 |
| Molise | | 320.074 | 320.074 | 0,0 | 100,0 | 100,0 |
| Campania | 4.160.265 | 1.629.922 | 5.790.187 | 71,9 | 28,1 | 100,0 |
| Puglia | 1.481.002 | 2.588.867 | 4.069.869 | 36,4 | 63,6 | 100,0 |
| Basilicata | | 591.338 | 591.338 | 0,0 | 100,0 | 100,0 |
| Calabria | 709.564 | 1.288.488 | 1.998.052 | 35,5 | 64,5 | 100,0 |
| Sicilia | 846.231 | 4.170.630 | 5.016.861 | 16,9 | 83,1 | 100,0 |
| Sardegna | 164.260 | 1.495.183 | 1.659.443 | 9,9 | 90,1 | 100,0 |
| Totale | 23.703.018 | 29.955.926 | 53.658.944 | 44,2 | 55,8 | 100,0 |

Altro elemento di significativo rilievo che emerge dai dati raccolti sino ad ora è una prima verifica, sia pure approssimativa, della situazione delle singole operazioni derivate.

Nell'ambito del citato questionario sul bilancio di previsione 2008, trasmesso da tutti gli enti territoriali, sono contenute alcune notizie indicative sulla situazione del derivato e, in particolare, se l'ente, in base alle conoscenze al momento della predisposizione del bilancio, ipotizzava una perdita.

La Tavola che segue contiene l'indicazione numerica e percentuale degli enti che ritengono che la situazione del prodotto sia negativa, raffrontata con quelli che ritengono di non avere perdite e con quelli che non hanno fornito dati.

Tavola 12

Numero di comuni che ipotizzano una perdita per uno strumento derivato
(distribuzione per dimensione del comune)

| | SI | NO | ND | Totale | SI | NO | ND | Totale |
|---------------|------------|------------|-----------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| fino a 2000 | 46 | 24 | 12 | 82 | 56,1 | 29,3 | 14,6 | 100,0 |
| 2001-5000 | 95 | 67 | 19 | 181 | 52,5 | 37,0 | 10,5 | 100,0 |
| 5001-10000 | 88 | 65 | 15 | 168 | 52,4 | 38,7 | 8,9 | 100,0 |
| 10001-50000 | 133 | 92 | 21 | 246 | 54,1 | 37,4 | 8,5 | 100,0 |
| oltre 50000 | 25 | 23 | 12 | 60 | 41,7 | 38,3 | 20,0 | 100,0 |
| totale | 387 | 271 | 79 | 737 | 52,5 | 36,8 | 10,7 | 100,0 |

La maggiore incidenza negativa è riscontrabile nelle operazioni concluse dagli enti con popolazione inferiore ai 2000 abitanti (56,1%) seguiti da quelli con popolazione compresa fra i 10001 e i 50000 abitanti (54,1%).

I dati relativi alle singole aree geografiche sono contenuti nella Tavola che segue.

Tavola 13

Numero di comuni che ipotizzano una perdita per uno strumento derivato
(distribuzione per area geografica di appartenenza del comune)

| | SI | NO | ND | Totale | SI | NO | ND | Totale |
|---------------|------------|------------|-----------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| NordOvest | 49 | 55 | | 104 | 47,1 | 52,9 | 0,0 | 100,0 |
| NordEst | 72 | 35 | 39 | 146 | 49,3 | 24,0 | 26,7 | 100,0 |
| Centro | 104 | 55 | 21 | 180 | 57,8 | 30,6 | 11,7 | 100,0 |
| Sud | 162 | 126 | 19 | 307 | 52,8 | 41,0 | 6,2 | 100,0 |
| Totale | 387 | 271 | 79 | 737 | 52,5 | 36,8 | 10,7 | 100,0 |

L'incidenza negativa maggiore è rilevata negli enti siti al Centro, con una percentuale pari al 57,8%.

Analoga verifica è stata compiuta in relazione alle Province. L'esame dei dati mette in luce che solamente il 20% degli enti (8 su 40) ipotizza di subire una perdita a fronte del 65% che, al contrario, ritiene positiva la situazione dell'operazione e di un 15% che non hanno fornito indicazioni.

Si tratta di un dato significativo che denoterebbe che la maggior parte delle operazioni, al contrario di quelle concluse dai Comuni, potrebbero rivelarsi positive.

Emerge che la percentuale maggiore di enti che ipotizza perdite si trova nelle Regioni Calabria e Marche.

Tavola 15
**Le perdite dei comuni per strumenti derivati: le somme
 ipotizzate (distribuzione per regione e dimensione del comune)**

(in migliaia)

| | Dimensione dell'ente (residenti) | | | | | totale |
|---------------|----------------------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| | fino a 2000 | 2001-5000 | 5001-10000 | 10001-50000 | oltre 50000 | |
| Lombardia | 72,47 | 588,75 | 213,92 | 2.712,65 | 3.377,65 | 6.965,44 |
| Veneto | 12,00 | 773,89 | 198,09 | 968,99 | 7.924,70 | 9.877,67 |
| Friuli | 63,51 | 695,16 | 145,00 | 1.429,25 | | 2.332,92 |
| Liguria | 24,14 | 17,36 | 550,00 | 0,00 | 402,05 | 993,54 |
| Emilia | 54,18 | 139,50 | 25,00 | 452,89 | 315,10 | 986,68 |
| Toscana | 84,76 | 225,07 | 387,75 | 2.172,94 | 2.172,51 | 5.043,03 |
| Umbria | 48,41 | 112,56 | 67,56 | 531,78 | | 760,31 |
| Marche | 26,00 | 415,12 | 220,67 | 3.222,62 | 320,00 | 4.204,42 |
| Lazio | 12,24 | | 69,14 | 7.050,37 | 96,00 | 7.227,74 |
| Abruzzo | 45,35 | 319,63 | 14,00 | 392,00 | 887,74 | 1.658,72 |
| Molise | | 10,00 | 30,00 | | | 40,00 |
| Campania | 21,00 | 77,71 | 122,90 | 857,53 | 19.469,18 | 20.548,32 |
| Puglia | 17,38 | 212,23 | 239,95 | 1.861,05 | 3.200,00 | 5.530,60 |
| Basilicata | | 60,07 | 80,19 | 53,40 | | 193,65 |
| Calabria | 11,98 | 30,20 | 392,49 | 641,61 | 68,27 | 1.144,56 |
| Sicilia | 43,99 | 183,46 | 241,41 | 417,62 | 257,00 | 1.143,48 |
| Sardegna | | 99,75 | 179,73 | 452,21 | | 731,68 |
| Totale | 537,41 | 3.960,45 | 3.177,79 | 23.216,93 | 38.490,19 | 69.382,77 |

Il totale delle perdite dovrebbe essere pari a circa 69 milioni di euro e la quota maggiore sembrerebbe allocata nelle Regioni Campania (circa 20 milioni di euro) e Veneto (circa 9,8 milioni di euro).

Passando all'esame dei dati relativi alle singole classi risulta che le perdite maggiori siano ipotizzate dagli enti di maggiori dimensioni (più di 38 milioni).

Sia pure con le precisazioni di cui sopra in ordine alla natura dei dati, val la pena confrontare la complessiva situazione debitoria degli enti che prevedono di subire perdite in seguito all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati.

Tavola 17
Le perdite ipotizzate in rapporto al debito al 31 dicembre 2007 degli enti con perdite per strumenti derivati
(distribuzione per regione e dimensione del comune)

| | Dimensione dell'ente (residenti) | | | | | totale |
|------------|----------------------------------|-----------|------------|-------------|-------------|--------|
| | fino a 2000 | 2001-5000 | 5001-10000 | 10001-50000 | oltre 50000 | |
| Lombardia | 0,53 | 3,65 | 0,39 | 1,54 | 2,94 | 1,86 |
| Veneto | 3,46 | 2,75 | 0,34 | 0,47 | 2,47 | 1,61 |
| Friuli | 0,33 | 1,98 | 0,52 | 1,61 | | 1,36 |
| Liguria | 1,04 | 0,44 | 1,36 | | 0,03 | 0,07 |
| Emilia | 0,83 | 0,57 | 0,24 | 0,29 | 0,10 | 0,19 |
| Toscana | 0,54 | 0,61 | 0,56 | 1,07 | 0,33 | 0,51 |
| Umbria | 0,94 | 0,93 | 0,54 | 0,43 | | 0,50 |
| Marche | 1,27 | 1,03 | 0,40 | 1,34 | 0,19 | 0,83 |
| Lazio | 0,58 | | 0,47 | 3,95 | 0,17 | 2,89 |
| Abruzzo | 0,54 | 2,67 | 0,08 | 0,71 | 0,51 | 0,62 |
| Molise | | 0,63 | 0,50 | | | 0,53 |
| Campania | 1,24 | 0,60 | 0,51 | 0,78 | 7,40 | 5,00 |
| Puglia | 0,73 | 0,73 | 0,58 | 1,06 | 0,74 | 0,81 |
| Basilicata | | 0,79 | 0,66 | 0,23 | | 0,45 |
| Calabria | 0,70 | 0,32 | 0,86 | 0,61 | 0,06 | 0,40 |
| Sicilia | 3,83 | 0,87 | 0,87 | 0,44 | 0,99 | 0,67 |
| Sardegna | | 0,80 | 1,03 | 0,43 | | 0,54 |
| Totale | 0,65 | 1,30 | 0,59 | 1,14 | 0,93 | 0,98 |

Ferma restando la precedente valutazione in ordine alla necessità di procedere ad una verifica dei dati forniti dagli enti, il risultato sembrerebbe non essere estremamente negativo poiché la media nazionale delle perdite risulterebbe pari allo 0,98% del debito complessivo.

Dalla Tavola emerge, però, una situazione maggiormente critica nella Regione Campania nella quale le perdite ipotizzate sarebbero pari al 5% rispetto al debito, nella Regione Lazio dove il rapporto sarebbe pari al 2,89% e in Lombardia dove il rapporto si attesta sull'1,86%.

Nell'ambito della classe di Comuni con popolazione inferiore ai 2000 abitanti il rapporto medio è pari allo 0,65%, inferiore a quello generale, ma vi sono due situazioni nelle quali il rapporto è più elevato (Sicilia con il 3,83% e Veneto con il 3,46%).

La Tavola che segue contiene l'indicazione della ripartizione per aree territoriali che vede gli importi maggiori delle perdite concentrati nel Sud (30 milioni su un totale di 69 milioni).

L'ammontare medio maggiore è riscontrabile nei comuni compresi nella classe fra 2001 e 5000 abitanti e 14,5 euro quello meno elevato nei comuni con popolazione compresa fra i 5001 e i 10000 abitanti (5,9 euro).

La Tavola che segue contiene gli stessi dati riferiti alle diverse aree territoriali.

Tavola 21

Perdita per residente nei comuni che hanno quantificato la perdita che prevedono di subire da strumenti derivati

(distribuzione per area territoriale e dimensione del comune)

| | Dimensione dell'ente (residenti) | | | | | totale |
|-----------|----------------------------------|-----------|------------|-------------|-------------|--------|
| | fino a 2000 | 2001-5000 | 5001-10000 | 10001-50000 | oltre 50000 | |
| NordOvest | 9,4 | 36,8 | 10,3 | 13,6 | 4,4 | 6,8 |
| NordEst | 13,2 | 26,8 | 4,6 | 6,8 | 10,8 | 9,9 |
| Centro | 10,6 | 9,7 | 5,7 | 21,5 | 3,8 | 11,4 |
| Sud | 11,7 | 8,3 | 5,1 | 4,7 | 26,0 | 13,5 |
| Totale | 11,1 | 14,5 | 5,9 | 10,5 | 11,9 | 11,0 |

Le Tavole che seguono contengono alcune indicazioni in ordine al complessivo debito dei Comuni con prodotti finanziari derivati, alla loro distribuzione territoriale ed all'importo pro-capite dello stesso.

Tavola 22

Il debito dei comuni con derivati (importo pro capite - 2006)

(distribuzione per area territoriale e dimensione del comune)

(in migliaia)

| | Dimensione dell'ente (residenti) | | | | | totale |
|-----------|----------------------------------|------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| | fino a 2000 | 2001-5000 | 5001-10000 | 10001-50000 | oltre 50000 | |
| NordOvest | 32.852,25 | 89.901,93 | 236.678,53 | 540.134,55 | 5.338.525,93 | 6.238.093,19 |
| NordEst | 44.643,89 | 162.092,21 | 220.023,04 | 906.211,16 | 2.172.551,61 | 3.505.521,92 |
| Centro | 54.928,04 | 171.865,00 | 286.603,50 | 1.647.405,47 | 8.692.570,66 | 10.853.372,66 |
| Sud | 34.788,69 | 220.329,32 | 421.627,64 | 1.549.295,06 | 4.233.996,14 | 6.460.036,84 |
| Totale | 167.212,87 | 644.188,46 | 1.164.932,71 | 4.643.046,24 | 20.437.644,34 | 27.057.024,62 |

Tavola 23

Il debito dei comuni con derivati (importo pro capite - 2006)

(distribuzione per area territoriale e dimensione del comune)

| | Dimensione dell'ente (residenti) | | | | | totale |
|-----------|----------------------------------|-----------|------------|-------------|-------------|--------|
| | fino a 2000 | 2001-5000 | 5001-10000 | 10001-50000 | oltre 50000 | |
| NordOvest | 1.616 | 1.134 | 1.190 | 924 | 2.391 | 2.002 |
| NordEst | 2.125 | 1.220 | 1.039 | 1.036 | 1.270 | 1.188 |
| Centro | 1.824 | 1.205 | 1.079 | 1.142 | 1.996 | 1.740 |
| Sud | 1.155 | 798 | 773 | 668 | 1.176 | 954 |
| Totale | 1.646 | 1.021 | 954 | 889 | 1.717 | 1.418 |

buon andamento dell'attività amministrativa (art. 97 Cost.), in condizione di parità di trattamento e non discriminazione (art. 3 Cost.).

Conseguentemente, anche a prescindere dalla normativa sui contratti pubblici che detta regole, prevalentemente, in relazione ad aspetti inerenti il diritto comunitario, la disciplina relativa alla contabilità pubblica, che è cogente per tutti gli enti pubblici, impone che la scelta di qualsiasi contraente, e quindi anche degli intermediari finanziari con i quali si vogliono negoziare operazioni di carattere finanziario, avvenga per il tramite di procedure selettive di natura concorsuale.

In particolare, ove l'ente intenda procedere ad una operazione di ristrutturazione del debito deve individuare le principali caratteristiche e le modalità attuative dell'operazione che intende effettuare e poi dar corso alla gara per selezionare la migliore offerta in relazione non solo allo specifico scopo che intende raggiungere ma anche alle modalità che intende seguire.

Advisor e operatore finanziario.

Un'altra questione che ha sollevato numerosi problemi riguarda l'equivoco intorno alla figura ed al ruolo dell'advisor finanziario.

Qualora l'ente non disponga al suo interno di adeguate conoscenze in ordine ai mercati finanziari ed alle possibili modalità di svolgimento di operazioni finanziarie particolarmente complesse, anche in relazione alle finalità che intende perseguire, è opportuno che proceda alla selezione, mediante procedura ad evidenza pubblica, di un *advisor* dotato di particolare competenza finanziaria che, esaminata la situazione dell'ente e l'obiettivo che intende raggiungere, predisponga il progetto dell'operazione finanziaria.

Solamente a seguito dell'esame e dell'approvazione di questo progetto da parte degli organi dell'ente territoriale, quest'ultimo potrà procedere alla gara per la scelta dell'intermediario finanziario con il quale concludere l'operazione.

Considerata la sicura competenza in materia finanziaria dell'intermediario finanziario con il quale l'ente intende concludere l'operazione e la particolare natura ed entità degli interessi in gioco occorre che la posizione dell'*advisor* e quella dell'operatore finanziario vengano distinte nettamente, anche al fine di evitare possibili conflitti di interesse.

In questo contesto, sicuramente non risponde alla sana gestione finanziaria dell'ente la scelta di un *advisor* che studi e predisponga uno specifico intervento e che poi venga incaricato di realizzare l'operazione, come è stato rilevato in alcune occasioni.

derivati, fermo restando il necessario coinvolgimento dei diversi organi, sia in relazione alle loro competenze previste dal Testo Unico che al vincolo di rappresentatività della collettività.

La predetta conclusione implica, altresì, che anche ogni successiva modifica od integrazione dell'operazione finanziaria debba essere effettuata rispettando la previsione originaria, coinvolgendo, in relazione agli ambiti di rispettiva competenza, sia il Consiglio comunale che la Giunta comunale e non il solo Responsabile dei Servizi Finanziari.

A questo proposito val la pena sottolineare che il Dirigente responsabile può procedere, senza bisogno di alcuno specifico indirizzo da parte della Giunta comunale, solo ad aggiustamenti o integrazioni che non comportino una modifica sostanziale dell'operazione.

Qualora la modifica abbia carattere sostanziale, come avviene, ad esempio, ove vengano cambiate le curve dei tassi applicati nel contratto, disposto l'allungamento del periodo contrattuale ovvero assunti nuovi obblighi a carico dell'ente territoriale, non può essere decisa dal solo Responsabile dei Servizi finanziari, ma, previa sollecitazione da parte di quest'ultimo, deve essere valutata, a seconda dei casi, dal Consiglio e/o dalla Giunta comunale.

Sottoposizione del contratto ad una legge e ad una giurisdizione diversa da quella italiana

In alcuni casi si è riscontrato che il rapporto contrattuale era regolato da una legge e da una giurisdizione diversa da quella italiana (inglese).

Oltre a possibili problemi di diritto internazionale privato²⁷, una simile clausola suscita perplessità in ordine alle ricadute che può avere sulla gestione finanziaria dell'ente.

Infatti, la previsione che l'intera operazione venga regolata da una legge diversa da quella italiana implica una specifica conoscenza da parte dell'ente pubblico di quella particolare legislazione nonché della giurisprudenza di quel paese in forza della quale possono essere fatti valere diritti e obblighi della parte contraente, e addirittura, essere interpretato il contenuto delle clausole contenute nel regolamento contrattuale.

Oltretutto, si pongono delicati problemi in ordine alla applicabilità delle forme di tutela previste dalla legislazione italiana in favore degli investitori finanziari e agli obblighi che fanno carico agli intermediari finanziari, previsti dal Testo Unico in materia finanziaria.

Senza trascurare che ove si profilasse un contenzioso fra le parti, l'ente pubblico non potrebbe adire la giustizia italiana, ma dovrebbe adire i giudici di un altro Paese, con conseguenti maggiori oneri, oltre che difficoltà di conoscenza della legislazione sia sostanziale che processuale.

²⁷ In relazione alla giurisdizione vale la previsione contenuta nell'art. 4 della legge 31 maggio 1995, n. 218.

formale, alla mera previsione legislativa deve inviare apposita segnalazione alla Corte dei conti²⁹.

In base ai documenti acquisiti ed alle operazioni esaminate dalle Sezioni di controllo risulta che gli enti territoriali, fatte salve limitate eccezioni, abbiano adempiuto all'obbligo di effettuare la comunicazione al Ministero dell'Economia e delle finanze, sia in relazione alle operazioni originarie che alle successive modifiche.

La rinegoziazione del contratto e le procedure amministrative seguite dagli enti

Una delle questioni da considerare con particolare attenzione è data dalla rinegoziazione del contratto originario che comporta le conclusioni di un nuovo contratto e, conseguentemente implica che l'ente segua in modo preciso le stesse procedure adottate per la conclusione del primo contratto.

Occorre mettere in luce, sotto un diverso profilo, che la rinegoziazione delle clausole contrattuali dopo un breve periodo di esecuzione del rapporto, come è avvenuto molte volte, mette in luce che vi era stata una insufficiente analisi delle caratteristiche finanziarie e giuridiche del contratto al momento della conclusione del rapporto originario.

Ancora. L'assorbimento del valore negativo relativo al precedente contratto nel nuovo rapporto impedisce di far emergere con chiarezza il debito del Comune che, quindi, viene regolato extrabilancio commettendo una grave irregolarità.

L'allocazione in bilancio dei flussi derivanti dal contratto

Altro aspetto significativo che è stato oggetto di esame ed analisi da parte della magistratura contabile è dato dalla classificazione nel bilancio dell'ente dei flussi differenziali che maturano periodicamente in favore dell'una o dell'altra parte.

La somma in questione che non solo non è certa ma, a seconda dell'andamento del mercato, può essere positiva o negativa, ha natura di plusvalenza ove maturi in favore dell'ente territoriale, ovvero di minusvalenza ove maturi in favore dell'operatore finanziario.

Di conseguenza, ogni anno in sede di approvazione del bilancio di previsione l'ente deve valutare quale sia l'andamento presumibile dell'operazione nel corso dell'esercizio ed indicare, in entrata o in uscita, le somme che prevede di incassare o di versare all'intermediario finanziario.

²⁹ Si tratta in particolare, della previsione contenuta nel comma 737, dell'art. 1, della legge finanziaria per il 2007, ripreso ed ampliato dal comma 383, dell'art. 1 della legge finanziaria per il 2008 e, da ultimo, dall'art. 62

La convenienza economica dell'operazione

Uno degli aspetti più delicati in ordine alle attività di controllo nella materia in questione riguarda l'accertamento della convenienza economica che deve essere valutata in relazione alle conoscenze e cognizioni acquisite dalle parti al momento della conclusione del contratto. Sul punto le singole Sezioni hanno avviato analisi dirette a fornire elementi utili agli enti interessati.

Al riguardo occorre rilevare che un'analisi completa degli aspetti finanziari non può prescindere dalla verifica delle curve *forward* dei tassi di interesse che sicuramente l'intermediario finanziario ha attentamente valutato prima di addivenire alla conclusione del contratto. Al contrario, risulta che solamente in pochi casi gli enti abbiano effettuato analisi di questo tipo e si tratta, sicuramente, di un'omissione grave.

Il Mark to market

Nell'ambito dell'esame dei prodotti finanziari derivati una sempre maggiore attenzione è riservata al *mark to market* ed alle sue evoluzioni, come si è potuto rilevare anche negli ultimi mesi nei quali la crisi finanziaria internazionale ha portato al centro dell'attenzione le questioni inerenti l'utilizzo del MTM in relazione ai prodotti finanziari.

Come noto, non si tratta della indicazione di un vero e proprio valore del contratto, ma del valore atteso in base all'evoluzione del mercato che tiene conto della particolare struttura di ciascun contratto, valutata in relazione all'evoluzione del mercato finanziario dei tassi di interesse.

Non rappresenta, quindi, un valore assoluto, ma una valutazione che muta ad ogni variazione, anche giornaliera, del mercato e che viene calcolato in base alle attese sull'evoluzione dei tassi di interesse in relazione alla struttura contrattuale. Il calcolo contiene, ovviamente, elevati margini di aleatorietà, ma le strutture contrattuali complesse che contengono opzioni e soglie minime di pagamento a carico dell'ente (*floor*) in relazione a tassi fissi a carico dell'intermediario finanziario permettono di individuare precise linee di tendenza del contratto.

Al fine di valutare gli impegni che potenzialmente l'ente dovrà sostenere in relazione al contratto è opportuno che vi sia un monitoraggio costante del *mark to market* e che le decisioni, anche di costruzione dei bilanci di previsione dell'ente, siano assunte tenendo conto della potenziale passività e delle conseguenti risorse necessarie per farvi fronte.

finanziario previste dall'art. 199, lett. g) del T.U. 267/2000 a sostegno degli investimenti, la quale richiede il rispetto delle medesime condizioni e vincoli stabiliti per ogni forma di ricorso a indebitamento. Da escludere perciò la sua destinazione a spesa corrente³⁰.

A livello di bilancio dell'ente l'anticipazione deve essere allocata al Titolo IV, quale forma atipica di indebitamento, come risulta stabilito anche dai Principi contabili stabiliti dall'Osservatorio per la finanza e la contabilità degli enti locali del Ministero dell'Interno.

La qualifica di operatore specializzato.

Altra questione estremamente delicata riguarda la dichiarazione che numerosi enti territoriali hanno reso in sede contrattuale, dichiarando di possedere una specifica competenza in materia finanziaria.

Al riguardo val la pena sottolineare che, normalmente, gli strumenti finanziari derivati vengono negoziati tra un intermediario finanziario ed un soggetto che può avere o meno la qualifica di "operatore qualificato" (o professionale). La disciplina normativa relativa ai servizi finanziari³¹ prevede un diverso grado di applicazione in relazione alla sussistenza o meno della qualifica di operatore professionale, con differenti livelli di informazione e cautele che debbono essere attuate dall'operatore finanziario che tratta con i soggetti non qualificati.

In quest'ultimo caso, l'operatore finanziario è tenuto ad effettuare alcuni adempimenti informativi previsti dal TUF e dal regolamento intermediari.

Se l'operatore è qualificato, l'intermediario finanziario non è tenuto all'osservanza di questi obblighi³².

Conseguentemente, la questione che si pone è quella di decidere quale valore assuma la dichiarazione resa dal funzionario dell'ente, posto che la giurisprudenza civile, chiamata ad occuparsi di vicende inerenti i rapporti tra intermediari finanziari e piccoli imprenditori, non è

³⁰ Rapporto al Senato della Repubblica - Commissione Programmazione economica, Bilancio - del novembre 2004

³¹ Il riferimento è agli artt. 21 e seguenti del TUF e al Regolamento attuativo sugli intermediari, approvato dalla CONSOB con la delibera n. 11522 del 1998.

³² La norma dispone che *1. A eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo tra le parti, nei rapporti tra intermediari autorizzati e operatori qualificati non si applicano le disposizioni di cui agli articoli 27, 28, 29, 30, comma 1, fatta eccezione per il servizio di gestione, e commi 2 e 3, 32, commi 3, 4 e 5, 37, fatta eccezione per il comma 1, lettera d), 38, 39, 40, 41, 42, 43, comma 5, lettera b), comma 6, primo periodo e comma 7, lettere b) e c), 44, 45, 47, comma 1, 60, 61 e 62. 2. Per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazioni, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione immobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni di strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante.*

finanziari e la natura dell'ente pubblico sarebbe necessario che risultassero chiaramente determinati limiti minimi e massimi.

La clausola, considerata la natura del contratto, la lunga durata dello stesso e la particolare qualità dell'ente pubblico presenta profili di criticità poiché dovrebbero essere previsti precisi parametri precisi. E' ben vero che si tratta dell'applicazione di attualizzazione dei flussi finanziari attesi in relazione alle variazioni dei tassi, ma stante l'aleatorietà dei mercati finanziari e la natura dell'ente pubblico dovrebbero risultare chiaramente determinati in sede contrattuale sia i limiti minimi che quelli massimi dell'eventuale costo che l'ente è tenuto a sopportare in caso di anticipato scioglimento del contratto.

E proprio in questa situazione nella quale si vengono a trovare numerosi enti che hanno deciso in questi mesi di recedere anticipatamente ed hanno versato agli intermediari finanziari l'importo richiesto da questi ultimi, senza che venissero esplicitati i parametri utilizzati dall'intermediario per calcolare il valore del costo di sostituzione. E' ben vero che, in molti casi, la complessiva operazione porta un saldo positivo in favore dell'ente, ma quest'ultimo, a causa dell'assenza di specifiche valutazioni finanziarie effettuate in modo indipendente non è in grado di stabilire se il valore del costo di recesso sia stato equo.

CORTE DEI CONTI

**Le indagini della Corte dei conti sui risultati delle cartolarizzazioni di
attivi pubblici 1999-2005**

*Elementi per l'audizione presso la Commissione Finanze e tesoro del Senato
nell'ambito dell'indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli
strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni delle pubbliche
amministrazioni*

**Senato della Repubblica
6ª Commissione - Finanze e Tesoro**

- 18 febbraio 2009 -

L'indagine sulle cartolarizzazioni era stata a suo tempo programmata perché la Corte nutriveva una duplice preoccupazione. La prima preoccupazione era che l'esigenza di correggere l'andamento dei conti pubblici entro scadenze rigide potesse indurre ad allentare il controllo sulla regolarità e sulla convenienza economica delle singole operazioni. La seconda era che le carenze gestionali dell'Amministrazione potessero portare a trasferire di fatto ai *contractors* anche le decisioni di policy ed il controllo dei risultati.

L'indagine si proponeva di verificare a consuntivo:

- Quali degli obiettivi dichiarati fossero stati realmente perseguiti;
- la misura in cui gli obiettivi stessi fossero stati conseguiti;
- la capacità di governance dei processi concretamente dimostrata dalle strutture amministrative responsabili;
- la fondatezza dei rischi ipotizzati e l'adeguatezza delle misure di prevenzione adottate.

In termini più specifici venivano ipotizzati quattro rischi connessi alle operazioni di cartolarizzazione:

- l'attenzione al solo risultato finanziario di cassa, conseguentemente sacrificando sia la regolarità e la trasparenza delle procedure, sia la convenienza economica;
- la sovracollateralizzazione (o sovragaranzia);
- la svendita degli attivi di più agevole smobilizzo, piuttosto che di quelli meno produttivi;
- la possibilità di peggioramento del rating del debito pubblico ordinario.

nessun effetto positivo sull'indebitamento netto ed ha, per converso, fatto aumentare il debito per 3 miliardi € nel 2001. Inoltre le cessioni sono state pari ad oltre 9 volte i ricavi ed il rapporto corrispettivo iniziale/corrispettivo totale è stato di appena il 22,3%.

La maggior parte dei rischi ipotizzati sono stati confermati a consuntivo, con l'eccezione di quello – proposto dalla dottrina per i paesi in via di sviluppo – di peggioramento del rating del debito ordinario: oltre alla già citata scarsa trasparenza, sono stati infatti, confermati i rischi di esclusivo interesse per il solo obiettivo finanziario immediato, delle forzature procedurali e della sovracollateralizzazione.

Nel contempo, sono stati riscontrati rischi inizialmente non espressamente ipotizzati: alcune operazioni non hanno contribuito a ridurre il debito, ma l'hanno fatto aumentare; l'Amministrazione è stata esautorata dalla gestione strategica delle operazioni, di fatto completamente affidata alle società veicolo ed agli advisors; si sono configurati conflitti d'interesse dei contractors. Si è così avuto il caso di advisors che erano anche operatori sui mercati finanziari e come tali interessati alle operazioni di cartolarizzazione e comunque portati ad evidenziare i vantaggi ed a tenere in ombra i costi ed i rischi per il cedente.

Ritornando ai rischi inizialmente ipotizzati, è risultato del tutto evidente che la cartolarizzazione degli attivi ha costituito una semplice alternativa all'aumento delle entrate e/o alla riduzione della spesa ovvero al ricorso all'indebitamento e le decisioni di alienare sono state assunte solo per poter correggere (o non far peggiorare) i conti pubblici dell'anno e non anche come punto di approdo di una rigorosa analisi costi/benefici.

rivenienti dalla vendita degli immobili retrocessi agli enti previdenziali. Dall'ultimo rapporto agli investitori risulta che al 31 dicembre scorso gli immobili invenduti di SCIP 2 erano 13.574, pari al 21,6% del portafoglio originario, per un valore di circa 2,4 miliardi, pari al 30,2% del valore del portafoglio originario.

L'anticipazione di tesoreria rischia di protrarsi a lungo posto che:

- 1) è difficile ipotizzare che la vendita diretta da parte degli enti possa avere maggior successo di quella che gli stessi enti hanno effettuato per conto di SCIP;
- 2) la maggior parte degli immobili – l'87% del numero e l'84% del valore – riguarda unità occupate, e quindi di difficile alienazione.



OSSERVAZIONI E PROPOSTE

SU UTILIZZO DEGLI STRUMENTI DI FINANZA DERIVATA

AUDIZIONE INFORMALE
Commissione Finanze
Senato della Repubblica
18 febbraio 2009

Il processo istituzionale

L'attuale dibattito sull'utilizzo degli strumenti di finanza derivata da parte del sistema degli enti locali, non può, per l'Unione delle Province d'Italia, prescindere da una seppur sommaria analisi di quella che è stata la trasformazione istituzionale del nostro Paese, la quale ha profondamente modificato funzioni e compiti di ogni singolo livello di governo, sia nazionale che locale.

Infatti, dapprima con il decentramento amministrativo determinato dalle c.d. Leggi Bassanini, sino ad arrivare alla riformulazione del Titolo V della Costituzione e dunque al nuovo assetto di competenze legislative e amministrative, le Province hanno conosciuto un processo di cambiamento che, nel corso degli ultimi 10-15 anni ha significativamente rinnovato la loro "veste" istituzionale.

Va preliminarmente ricordato che l'art. 119 Cost, sancisce l'autonomia finanziaria di entrata e di spesa degli enti, in un quadro di coordinamento della finanza pubblica, ma ancora oggi, a 8 anni dall'entrata in vigore del nuovo dettato costituzionale, il nuovo assetto non è mai stato realizzato: le entrate provinciali sono rappresentate per metà da trasferimenti erariali e regionali – e dunque da finanza derivata - e per l'altra da tributi propri -ma che in realtà rappresentano meramente la devoluzione di gettiti prima erariali-.

Sicuramente con l'avvio del federalismo fiscale, ci si attende una nuova impostazione della finanza pubblica nel suo complesso, e dunque l'effettiva attuazione dell'art. 119 Cost, con il parallelo abbandono di processi di finanza derivata tra livelli istituzionali di Governo; l'attuale panorama istituzionale, infatti, che vede equiparati Stato, Regioni Province e Comuni è il risultato di un lungo processo di rinnovamento che, per le Province in particolare, ha significato diventare destinatarie di una serie importante di deleghe da parte dello Stato e delle Regioni, cui però non è adeguatamente corrisposta una modifica sostanziale del proprio sistema finanziario, rimasto di fatto quello di 10 anni fa, privo di una efficace capacità impositiva e tributaria.

Inoltre, il sistema locale ha voluto, fin dal 1999, aderire al patto di stabilità interno, fornendo così il proprio sostanziale e rilevante contributo al raggiungimento degli obiettivi economico-finanziari nazionali, determinati dall'appartenenza alla UE e coerenti con il patto di stabilità e crescita europeo.

I primi interventi normativi sugli strumenti di finanza derivata

Parallelamente alla diversificazione degli attori sulla scena delle modalità di reperimento delle risorse finanziarie, lo Stato, proprio in virtù del necessario coordinamento della finanza pubblica, ha avvertito l'esigenza di individuare canali informativi con cui si potesse realizzare un quadro preciso del ricorso al credito da parte del sistema territoriale: con la legge finanziaria 2002 (art. 41, co.1 l.n.488/2001) e 2003, nonché con il successivo regolamento (dm 389/2003), si è voluto assicurare un accesso al mercato che fosse funzionale ma soprattutto prudente. Successivamente, a seguito di una crescente preoccupazione per alcune situazioni specifiche, il legislatore, con l'ultima legge finanziaria, ha inteso dettare regole maggiormente restrittive nell'utilizzo di tali strumenti, finalizzandole al coordinamento della finanza pubblica. (comma 737, art. 1, l.n. 296/06).

Successivamente con la legge finanziaria per il 2008 (l.n. 244/07, art. 1, commi da 381 a 384) si è voluto rimarcare la necessità di informare tali operazioni alla massima

trasparenza, demandando al Ministero dell'Economia, sentite Consob e Bankitalia, il compito di individuare le informazioni necessarie da rendere per i contratti su strumenti finanziari, prevedendo allo stesso tempo che l'ente locale si "attesti" quasi come operatore qualificato e dunque consapevole dell'operazione che va siglando.

Va peraltro rilevato come l'attività di controllo da parte dello Stato si sia rivelata purtroppo non tempestiva e forse non particolarmente stringente, visto che solo in sede di predisposizione del disegno di legge finanziaria 2008 si sia inteso vincolare tutte le operazioni poste in essere ad una valutazione ex ante da parte del Ministero dell'Economia, il cui ruolo invece si ritiene debba essere centrale per il sistema intero.

Va infatti chiarito che tali operazioni finanziarie sebbene non siano negative per definizione, nè rappresentino di fatto una passività per chi le sottoscrive, recano comunque con sé una serie di potenziali negatività che di fatto rischiano di ipotecare stabilità finanziaria degli enti locali negli anni a venire.

In questo scenario il legislatore ha infine operato, con l'ultima legge finanziaria n. 203/08 (che modifica anche la legge n. 133/08) una ricomposizione normativa della materia, precedentemente disciplinata dalle norme sopra riportate, congelando per almeno un anno ogni stipula di contratti relativi agli strumenti finanziari derivati, salvo ristrutturazione di contratti preesistenti per modifica della passività cui il contratto stesso è riferito, fino all'emanazione dell'apposito regolamento.

I Dati delle Province

Secondo quanto riportato dal Ministro dell'Economia il monitoraggio effettuato al 31.12.2007 riporta un numero totale di 559 contratti sottoscritti, di cui **solo 44 da parte di province con un nozionale complessivo di circa 3,3 miliardi di euro pari a meno del 10% sul complessivo**

La nuova disciplina: il recepimento della direttiva Mifid

La complessità di tali strumenti, unitamente alla capacità degli intermediari di rappresentare con assoluta competenza i rischi ad essi correlati, non consente una facile distinzione tra l'uso speculativo e quello invece finalizzato alla sola copertura dei rischi del debito, di un contratto sottoscritto, in modo tale da poter varare una disciplina ad hoc che salvaguardi gli enti locali.

Consapevoli di tali difficoltà peraltro già da mesi l'Abi, l'Anci e l'UPI hanno avviato un lavoro comune finalizzato alla diffusione di alcuni criteri guida per l'operatività in derivati, dove vengono approfondite congiuntamente alcuni aspetti specifici di tali operazioni, tra cui la conformità delle stesse alle norme, la configurabilità dell'operatore qualificato, l'informativa di base, ecc.

Il recepimento della Direttiva Mifid, (dlgs 17 settembre 2007. n. 164) ha in parte favorito il superamento di alcune questioni assai controverse, favorendo una maggiore chiarezza di informazioni, nonché l'attribuzione dei diversi oneri di responsabilità per tutti gli attori coinvolti,

Modificando così il Testo Unico della Finanza, si è innanzitutto previsto che, con decorrenza 1^a novembre 2007 tutti i contratti dovranno essere coerenti con le norme vigenti, mentre entro il 30 giugno 2008 i contratti in essere dovranno essere formalmente adeguati. Una importante distinzione che viene operata dal Dlgs. 164/07 è quella relativa alla definizione di operatore qualificato, che ora viene distinto in *controparte qualificata, cliente professionale e cliente al dettaglio*: per quanto riguarda i clienti del settore pubblico dovrà essere il Ministero dell'Economia ad operare le relative classificazioni, cui si deve far riferimento per il grado di protezione obbligatoria che l'intermediario è tenuto a fornire; altra novità di rilievo è sicuramente la più corretta attività di consulenza che viene identificata e qualificata (nonché sottoposta a vigilanza e regolamentazione da parte della Consob).

In questo scenario, si ritiene che il legislatore, sebbene con qualche incertezza, abbia inteso determinare un flusso informativo virtuoso che potrebbe consentire, da ora in poi, una più chiara conoscenza delle attività poste in essere dagli enti locali, valutandone altresì anche la quantità di rischio, in valori assoluti.

Allo stesso tempo si è voluto rafforzare il ruolo della Corte dei Conti in materia, attraverso comunicazioni mensili da parte del Ministero dell'economia circa i contratti stipulati dagli enti

Conclusioni

- L'esperienza fin qui condotta ci consente comunque di affermare che la norma inserita dapprima nella legge finanziaria 2007 nonché quella prevista dall'art. 10-bis introdotto dalla Commissione Bilancio del Senato all'AS 1817 (ddl finanziaria 2008), e infine il sostanziale "blocco" della stipula di ulteriori contratti, non possono che rappresentare una manovra-tampone, e che non possono in alcun modo configurarsi come strumento idoneo a garantire una maggiore trasparenza delle operazioni né tanto meno ad una adeguata conoscenza delle dimensioni del fenomeno: bloccare ovvero vincolare l'operatività degli enti ad una valutazione ex ante non favorirà né l'accrescimento delle competenze specifiche né tantomeno l'approccio responsabile a tali fenomeni;
- l'UPI ritiene invece necessario operare una riflessione circa l'opportunità di realizzare un quadro normativo chiaro e specifico, che consenta fluidità nel flusso informativo tra centro e periferia e che sia in grado di favorire la crescita del mercato all'interno di adeguati canali di sicurezza, per gli enti come per la clientela in generale, adeguando se necessario anche la normativa specifica che regola la predisposizione dei bilanci e l'utilizzo delle risorse finanziarie, anche per garantire la trasparenza contabile dei derivati che oggi non appare nei bilanci degli enti. Vanno dunque adeguatamente considerati i principi contabili, laddove pongano le basi per evitare che la finanza derivata venga utilizzata a fini speculativi oppure per reperire risorse correnti. Come esempio basta sottolineare come spesso gli enti destinino l'*up front* non agli investimenti, bensì alla spesa corrente.

- Fondamentale in questo senso l'istituzione di una autorevole Cabina di Regia che possa favorire il confronto tra tutti gli attori coinvolti: Ministero dell'Economia, Consob, Banca d'Italia, ABI, Regioni ed enti locali. Le regole di sistema devono infatti essere individuate in maniera condivisa, all'interno di un mercato globale e secondo standard comunitari, ma sempre con una particolare attenzione rivolta al settore pubblico. Va infatti sottolineato come la veloce evoluzione e la necessaria diversificazione degli strumenti di finanza derivata richiedono un aggiornamento costante delle professionalità e della conoscenza degli operatori coinvolti.
- In quest'ottica è quindi quanto mai opportuno utilizzare in via prioritaria il procedimento della gara per l'individuazione dell'istituto bancario con cui effettuare tali operazioni, al fine di realizzare le condizioni migliori e stimolando una maggiore efficienza del mercato.
- In questo caso l'UPI ritiene utile sottolineare l'importanza del rating quale tratto distintivo imprescindibile per l'attivazione di tali strumenti: affidabilità finanziaria e professionalità sono i requisiti necessari per gli operatori che si accingono a sottoscrivere determinati contratti. Infine si ritiene come debba essere rivalutata l'opportunità di garantire una certa differenziazione degli strumenti utilizzati e degli istituti utilizzati da parte del singolo ente.

Senato della Repubblica
VI Commissione (Finanze e Tesoro)

**Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli
strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni
nelle pubbliche amministrazioni**

Audizione del Sottosegretario al MEF

On. Giuseppe Vegas

Roma, 25 febbraio 2009

Premessa.

Signor Presidente, Onorevoli componenti della Commissione,

L'utilizzo degli strumenti derivati nell'ambito della gestione del debito degli enti territoriali è stato oggetto, negli ultimi quindici anni, di una ragguardevole produzione normativa, sulla cui evoluzione mi soffermerò più avanti. In una fase iniziale, tale produzione normativa si è esclusivamente incentrata sull'istanza di proteggere dal rischio di cambio gli enti che valutavano opportuno indebitarsi in divise diverse da quella domestica.

Successivamente, con la revisione della normativa relativa alle emissioni obbligazionarie e l'introduzione dei criteri per la rinegoziazione del debito degli enti territoriali, è stata anche ampliata la facoltà di ricorso all'utilizzo di strumenti derivati, questa volta per consentire agli enti stessi di realizzare le proprie strategie di gestione del debito in modo più flessibile ed efficiente.

Come è stato più volte sottolineato anche nelle opportune sedi normative, **l'efficienza della gestione del debito si misura in base alla combinazione di due parametri fondamentali: il costo complessivo e l'esposizione ai rischi di mercato e di credito. La caratteristica della flessibilità può rendere gli strumenti derivati estremamente utili nel perseguire l'obiettivo dell'efficienza; infatti, mediante l'utilizzo di tali strumenti è possibile realizzare una strategia di rimodulazione dei flussi connessi ad una posizione debitoria con l'obiettivo o di una riduzione del costo di finanziamento, che sostanzialmente si traduce in una riduzione della spesa per interessi, o di una ridefinizione dei profili di rischio impliciti nell'attività di indebitamento sul mercato.**

La prima scelta fondamentale che il gestore del debito si trova a compiere è infatti quella tra indebitamento a tasso fisso o a tasso variabile.

Nel caso scelga il tasso fisso, il debitore privilegia il fattore rischio, dando certezza ai flussi futuri che pagherà fino alla scadenza del debito contratto, i quali non saranno in alcun modo esposti alla variabilità degli andamenti del mercato. Di contro in condizioni normali, vale a dire in presenza di una curva dei tassi di interesse inclinata positivamente, fissare il costo del proprio debito con un orizzonte temporale di medio-lungo periodo comporta un onere maggiore in termini di spesa per interessi. Questo maggior onere rappresenta la contropartita della riduzione del rischio.

Nel caso in cui, invece, il debitore scelga di privilegiare il contenimento dei costi del proprio debito, opterà per il tasso variabile, che, pur esponendolo alla volatilità delle variabili di mercato, in condizioni normali, gli consente un risparmio in termini di spesa per interessi. Questo risparmio rappresenta, al contrario, la contropartita della maggiore esposizione alle variazioni dei tassi di interesse.

La combinazione ottimale tra i parametri rischio e costo va naturalmente determinata al momento della contrazione del debito, mutuo o emissione obbligazionaria che sia, ma non necessariamente tale combinazione rimarrà quella ottimale nel corso della vita del debito, a causa delle

oscillazioni delle variabili di mercato e del conseguente mutare delle proprie aspettative. Ciò che gli strumenti derivati, se usati ragionevolmente, consentono al gestore è, in presenza di una variazione delle proprie previsioni sui tassi di interesse futuri, la possibilità di modificare tale combinazione durante la vita del debito senza dover sostenere il costo di una rinegoziazione del debito originario, che in alcuni casi può anche essere del tutto impraticabile.

Non deve inoltre essere trascurata, come obiettivo significativo in termini di efficienza, l'opportunità di accesso a nuovi mercati derivante dalla possibilità di ricondurre l'esposizione del debito alle variabili di mercato (cambi e tassi) a quella desiderata tramite l'utilizzo degli strumenti derivati. L'effetto in concreto è quello di un allargamento ed una diversificazione della base degli investitori senza effetti sul profilo di rischio prescelto.

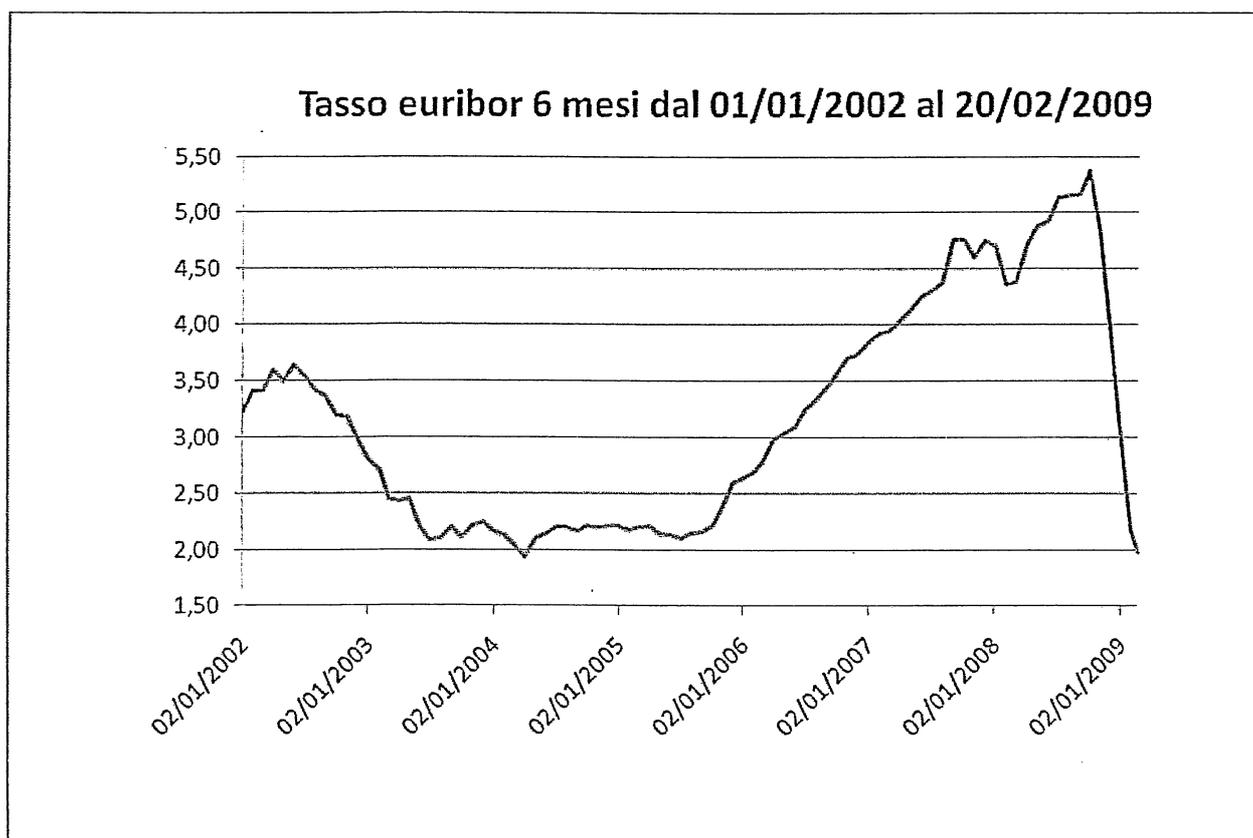
Le norme sui derivati introdotte a partire dalla legge finanziaria per il 2002 miravano alla delimitazione del perimetro di azione dell'attività degli enti locali - per le regioni, infatti, la norma è di tipo c.d. "cedevole", potendo le regioni derogarvi in qualsiasi momento con una propria regolamentazione - attraverso una selezione puntuale delle operazioni in strumenti derivati. La *ratio* di tale selezione risiedeva nella considerazione che solo le tipologie più semplici di operazioni sono coerenti con una strategia di gestione del debito mirata alla protezione dell'esposizione ai rischi finanziari o al contenimento del costo atteso del debito. Accanto alla selezione delle operazioni, la normativa forniva anche dei criteri per una prudente gestione del rischio di controparte, tipico di questi strumenti.

Nel corso del tempo il quadro normativo relativo all'utilizzo degli strumenti derivati da parte degli enti locali e territoriali è stato integrato sulla base di un duplice ordine di considerazioni. Da un lato si sono osservati, nell'ambito dell'attività di monitoraggio, alcuni casi di utilizzo improprio degli strumenti derivati, che hanno originato un'assunzione di rischi di gran lunga superiore al beneficio ottenuto in termini di riduzione dei costi. Inoltre, la fisiologica dinamicità delle evoluzioni del mercato non risulta essere sempre stata consapevolmente valutata dagli enti che hanno posto in essere strumenti derivati.

E' stata, pertanto, introdotta una serie di norme indirizzate a promuovere la trasparenza circa gli effetti degli strumenti da adottare e, di conseguenza, la consapevolezza da parte degli amministratori pubblici sui possibili esiti delle decisioni assunte in materia di gestione del debito.

In altri termini si è arrivati, attraverso un processo normativo sempre più focalizzato alla responsabilizzazione degli amministratori pubblici, alla definizione dell'obbligo di integrare i singoli contratti con una documentazione quanto più chiara ed esauriente possibile, che illustri gli effetti dello strumento derivato sul debito sottostante rendendo gli enti in grado di verificare l'efficacia delle decisioni da assumere. L'auspicio del legislatore è che gli enti facciano proprio questo approccio, applicandolo non solo alla conclusione di un nuovo contratto, ma anche lungo la vita delle posizioni in essere, per monitorare consapevolmente gli effetti degli andamenti del mercato rispetto agli obiettivi

gestionali che si erano prefissi. E' proprio su un orizzonte temporale di medio - lungo periodo che deve essere valutata una strategia di gestione del debito, al di là delle manifestazioni patologiche degli andamenti di mercato di cui l'ultimo anno e mezzo è stato un esempio molto significativo, con tassi a breve che hanno registrato livelli di massimo assoluto dall'introduzione dell'euro, come risulta evidente dal grafico sottostante.



Una valutazione che, al contrario, si basa unicamente sui dati correnti di mercato, mentre è molto significativa per chi svolge un'attività di negoziazione in strumenti derivati e quindi opera in un'ottica di breve periodo, rischia di avere un contenuto informativo distortivo per chi utilizza gli strumenti derivati nell'ambito della gestione del debito e quindi con un orizzonte di medio-lungo periodo. Un valore di mercato (*mark to market*) negativo dello strumento derivato significa che, sulla base della attuale curva dei tassi di interesse, i flussi che il gestore pagherà valgono oggi di più di quelli che riceverà fino alla scadenza del contratto; quindi, solo nell'ipotesi in cui il gestore dovesse chiudere anticipatamente la posizione in strumenti derivati, dovrebbe pagare questo valore alla controparte. Ma se ciò non avviene e la posizione viene mantenuta fino alla scadenza - e questo è il caso di chi utilizza gli strumenti derivati a fini non speculativi - il gestore deve alla controparte solamente ciò che era stato contrattualmente pattuito. La valutazione dell'efficacia della gestione del debito mediante l'utilizzo di strumenti derivati, in termini della combinazione adottata di rischio e costo, potrà essere fatta solo una volta che la

posizione complessiva sarà arrivata alla sua scadenza contrattuale. Nel caso in cui lo strumento derivato abbia *ex-post* aggravato il costo del debito ciò potrebbe comunque essere dovuto al fatto che è stato privilegiato il contenimento del rischio nell'ottica di una gestione sana e prudente, e questa scelta ha comportato un costo che rappresenta il prezzo della protezione.

Va comunque sottolineato che, soprattutto nel caso di un ente pubblico, il verificarsi di periodi durante i quali il contratto derivato produce degli effetti molto onerosi sul bilancio dell'ente, a causa degli andamenti contingenti di mercato, non può in alcun modo giustificare che gli obblighi derivanti dal contratto medesimo possano essere messi in discussione.

Le norme.

L'ordinamento finanziario degli enti territoriali si presenta oggi come una struttura normativa di complessa architettura, alla base della quale si pone il Titolo V della Costituzione, innovato con le modifiche apportate dalla legge costituzionale n. 3 del 18 ottobre 2001.

Tale testo, oltre a ridisegnare i profili delle competenze normative ed amministrative - rispettivamente dello Stato, delle Regioni e degli enti locali - con il nuovo articolo 119 ha identificato le potestà e gli ambiti di competenza necessari a disegnare l'autonomia finanziaria degli enti territoriali.

La legge 5 giugno 2003, n. 131, necessaria per il coordinamento dell'ordinamento vigente alla riforma costituzionale, non ha previsto norme specifiche per l'attuazione dell'articolo 119, rinviando tale delicato coordinamento ad un successivo intervento legislativo; tuttavia, nel definire le linee generali del conferimento delle funzioni amministrative, ai sensi dell'art. 118 Cost., ha stabilito, all'art. 7, comma 7, che la Corte dei Conti debba verificare il rispetto degli equilibri di bilancio da parte di Comuni, Province, Città metropolitane e Regioni, sia in relazione agli obiettivi del Patto di Stabilità Interno, sia ai vincoli derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione Europea; infatti, secondo il testo dell'articolo, le Sezioni regionali della Corte dei Conti *“verificano, nel rispetto della natura collaborativa del controllo sulla gestione, il perseguimento degli obiettivi posti dalle leggi statali o regionali di principio o di programma, secondo la rispettiva competenza, nonché la sana gestione finanziaria degli enti locali ed il funzionamento dei controlli interni”*.

Il quadro dell'ordinamento finanziario degli enti territoriali viene poi integrato con le norme contenute nelle leggi e nei regolamenti ad oggi in vigore, che contribuiscono a definire il profilo complessivo di autonomia degli enti stessi.

Si riassume di seguito, brevemente, come si delinea questo ordinamento.

Per le Regioni ordinarie è ancora vigente la legge n. 281 del 16 maggio 1970 la quale, all'art. 10, definisce condizioni, limiti, vincoli e forme di controllo per le operazioni di indebitamento (mutui e prestiti obbligazionari).

Le condizioni di emissione dei prestiti obbligazionari, in particolare, devono essere deliberate dalla Giunta Regionale, *“previo conforme parere del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio”*.

Gli enti locali in senso stretto sono soggetti, invece, alle disposizioni del Decreto Legislativo 18 agosto 2000 n. 267 (*“Testo Unico delle leggi sull’ordinamento degli Enti Locali”* – T.U.E.L.), che nel Titolo Terzo definisce, tra l’altro, le condizioni per il ricorso all’indebitamento da parte degli enti stessi, con l’obbligo di copertura in particolare degli oneri derivanti dall’indebitamento e delle spese di gestione (art. 203);

Il T.U.E.L. stabilisce la disciplina delle responsabilità degli amministratori e dei dirigenti degli enti locali, nonché dei loro tesoriere: l’articolo 148 richiama le norme di controllo della gestione degli enti locali, soggette alla Corte dei Conti ed alla relativa normativa, mentre l’articolo 211 stabilisce che *“per eventuali danni causati all’ente affidante o a terzi, il tesoriere risponde con tutte le proprie attività e con il proprio patrimonio. Il tesoriere è responsabile di tutti i depositi comunque costituiti, intestati all’ente”*.

In tema di responsabilità va ricordato, poi, l’articolo 30, comma 15 della legge finanziaria 2003, che prevede la nullità di atti e contratti posti in essere in violazione del vincolo all’investimento previsto dall’art. 119 della Costituzione.

Regioni ed enti locali, a partire dalla legge finanziaria 1999 (art. 28), sono soggetti al Patto di Stabilità Interno in virtù del quale viene attribuito al MEF (Dipartimento della Ragioneria Generale dello Stato) il potere di effettuare il monitoraggio dei valori di spesa e di disavanzo a livello aggregato sia per gli enti locali che per le Regioni.

Per quanto concerne le forme di finanziamento mediante ricorso al mercato, gli enti territoriali sono soggetti alla disciplina dell’art. 35 della legge 23 dicembre 1994, n. 724, alle norme del relativo regolamento di attuazione D.M. n. 420 del 5 luglio 1996, che stabiliscono le condizioni dettagliate per l’emissione di titoli obbligazionari da parte degli enti locali e territoriali, ed alla disciplina dell’art. 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448 e relativo regolamento di attuazione (D.M. 1 dicembre 2003, n. 389).

Il D.M. 5 luglio 1996 n. 420, regolamento di attuazione della legge n. 724 stabilisce a sua volta norme di dettaglio per l’emissione dei prestiti obbligazionari e per la copertura del rischio di cambio delle obbligazioni emesse in valuta estera.

Come dato di fatto, per quanto concerne la specifica regolamentazione delle emissioni obbligazionarie, occorre sottolineare che per prassi consolidata queste sono avvenute sempre più frequentemente nell’ambito di programmi standard di mercato (documentazione EMTN per l’area euro o Global per l’area dollaro) e sotto la giurisdizione delle legge inglese.

L’articolo 41 della legge finanziaria per il 2002 si è successivamente fatto carico di contemperare molteplici e diverse esigenze di gestione della finanza pubblica:

- **la diversificazione della finanza locale e lo sviluppo della sua autonomia;**
- **l’economicità complessiva delle operazioni di finanziamento delle Amministrazioni pubbliche;**

▪ il monitoraggio del debito delle Amministrazioni medesime, sia in termini di stock che di flussi, con l'intento di rendere più flessibile e trasparente l'utilizzo da parte degli enti degli strumenti presenti sul mercato finanziario, responsabilizzandoli nel contempo sia in relazione alla convenienza delle condizioni finanziarie che con riguardo alla distribuzione degli oneri nel corso del tempo.

Considerato il grande numero di soggetti interessati¹, appariva essenziale far sì che l'accesso ai mercati finanziari avvenisse in modo ordinato, evitando la sovrapposizione di più soggetti pubblici sullo stesso segmento di mercato in un ristretto arco temporale. In tale evenienza, infatti, si potrebbe determinare un affollamento di emissioni, con possibile peggioramento delle singole condizioni di finanziamento.

La consapevolezza circa la rilevanza che tali problematiche assumono in un contesto di espansione della finanza decentrata ha portato, con l'art. 41, all'introduzione del coordinamento dell'accesso al mercato dei capitali degli enti territoriali da parte del Ministero dell'economia e delle finanze. **Inoltre, con la norma dell'art. 41, il legislatore ha tenuto conto della necessità di aumentare le opportunità di ricorso ad una pluralità di canali di finanziamento, abolendo il vincolo di emissione alla pari per facilitare eventuali tranches successive dello stesso titolo, e rimuovendo l'obbligo della struttura *amortising*.**

La logica sottostante alla previgente limitazione alla struttura *amortising* aveva il chiaro e condivisibile intento di evitare il rinvio ad esercizi futuri dell'onere normalmente più rilevante, quello relativo al rimborso del capitale. Per non disattendere tale principio l'art. 41 aveva disposto, in caso di emissione di un titolo *bullet*, un ammortamento obbligatorio mediante costituzione di un fondo apposito o conclusione di uno specifico *swap* che, per il bilancio dell'ente, rendesse equivalente il profilo dei pagamenti con le due possibili strutture: *amortising* o *bullet*.

Come illustrato più dettagliatamente in seguito, si è poi constatato che l'emissione *bullet* non ha, nei fatti, rappresentato un fattore determinante per allargare la base degli investitori, né è stata sufficiente a creare condizioni di liquidità tali da far sorgere un mercato secondario di questi strumenti; di contro, le complessità intrinseche nella costruzione di un fondo o uno *swap* di ammortamento erano tali da incrementare i rischi, e spesso anche i costi, totali dell'operazione. E' per tale motivo che la Legge Finanziaria per il 2009 ha ripristinato l'obbligo per gli enti territoriali di emettere solo titoli con strutture *amortising*.

Tornando all'art. 41, in un'ottica di maggiore autonomia istituzionale e in un contesto di mercato che offriva l'opportunità, attraverso l'utilizzo degli strumenti derivati, di trarre beneficio da un contesto generale di tassi decrescenti, è stata ampliata la facoltà di ricorso a tali strumenti, prima limitato alla copertura del rischio di cambio (obbligatoria) in caso di emissione in valuta estera. E' stata inoltre consentita la conversione di passività esistenti in titoli obbligazionari o la loro rinegoziazione, condizionatamente alla riduzione del valore finanziario delle passività a carico degli enti.

¹ Oltre 8.000 comuni, 20 Regioni, le province autonome di Trento e Bolzano con le loro specificità, 105 province più tutte le aggregazioni di autorità locali contemplate dall'ordinamento.

Considerata l'importanza di migliorare quanto più possibile la qualità e la completezza dell'informazione, attingendo direttamente alla fonte da cui origina il debito, con l'art. 41 si è anche istituito il monitoraggio del debito degli enti territoriali.

* * *

In virtù del contenuto altamente tecnico-finanziario delle disposizioni contenute nell'art. 41, si è prevista l'emanazione di un decreto congiunto Economia ed Interno, di natura regolamentare, esplicativo di criteri e modalità per l'applicazione della norma primaria.

Tale regolamento è stato redatto con l'obiettivo di assicurare, da un lato, la conoscibilità del debito degli enti territoriali e, dall'altro, il rispetto dei principi di trasparenza, economicità e prudenza nelle attività di ricorso al mercato.

Riguardo ai contenuti del monitoraggio - finalizzato alla costruzione di una banca dati presso il Dipartimento del Tesoro di cui si farà cenno più avanti - è stato previsto che questo abbia cadenza trimestrale, in sintonia con altri obblighi di trasmissione di dati.

Per completare il quadro informativo, oltre alle diverse forme di debito, è stato disposto il censimento anche di tutte le operazioni in strumenti derivati.

E' forse opportuno, a questo punto, ribadire un concetto importante: il derivato non è un debito, bensì un contratto che disciplina uno scambio di flussi monetari che, se obbligatoriamente legati a una passività sottostante - come nel caso del debito degli enti territoriali - ne vanno a modificare il profilo originario dei pagamenti.

Per quanto riguarda il coordinamento dell'accesso al mercato, considerato che il rischio da scongiurare era una presenza contemporanea sul mercato di più soggetti facenti parte della pubblica amministrazione tale da peggiorare le condizioni di finanziamento, si è stabilita una soglia minima di 100 milioni di euro per l'obbligo di segnalazione preventiva. Si è ritenuto, infatti, che per operazioni di importo inferiore le condizioni di mercato non potessero subire alterazioni.

Le disposizioni volte ad assicurare una gestione accorta e prudente dei rischi di controparte e di mercato sono state previste agli articoli 2 e 3 del decreto e mirano a consentire tutte quelle operazioni che contemperano la possibilità di beneficiare di favorevoli condizioni di mercato, senza però che sia consentita una imprudente assunzione di rischi.

* * *

Come sopra ricordato, l'art.41 ha consentito agli enti locali di collocare titoli obbligazionari con la struttura del rimborso unico a scadenza, al fine di conseguire un risparmio in termini di costo del debito

rispetto al collocamento di titoli con “ammortamento a quote” perché, su questi ultimi, il mercato è solito richiedere un premio in termini di rendimento offerto per controbilanciare il cosiddetto rischio di reinvestimento degli importi corrisposti in linea capitale. Contestualmente all’emissione *bullet*, agli enti veniva richiesto di versare le somme che replicano l’ammortamento del debito in un fondo, gestito dall’intermediario secondo criteri contrattualmente predefiniti, tali da garantire all’ente la disponibilità dell’importo necessario per il rimborso degli investitori o, alternativamente, di concludere uno *swap* di ammortamento con intermediari qualificati finalizzato alla restituzione dell’intero capitale da rimborsare alla scadenza.

Lo *swap* di ammortamento ha avuto un’applicazione decisamente più diffusa rispetto al fondo. Tuttavia, nella prassi, la necessità di replicare sinteticamente i flussi dell’ammortamento a quote ha dato luogo ad operazioni particolarmente **strutturate, con rilevanti implicazioni in termini di rischio creditizio, senza permettere consistenti vantaggi in termini di minori costi** o migliore distribuzione fra gli investitori e pertanto, con l’art. 62, comma 2 del decreto legge 25 giugno 2008 n. 112, così come modificato dalla legge finanziaria per il 2009, è stata eliminata in modo permanente tale possibilità.

* * *

Un altro elemento importante introdotto dall’art. 41 è rappresentato dalle disposizioni relative all’utilizzo degli strumenti derivati da parte degli enti territoriali, poi disciplinato dal DM 01/12/2003 n.389, che individua le operazioni in strumenti derivati le quali, in base alle correnti tipologie presenti sul mercato, possono essere concluse con l’obiettivo di conferire maggiore solidità al bilancio degli enti. Questo soprattutto mediante l’esplicito collegamento tra passività sottostanti effettivamente in essere ed operazioni derivate per la copertura del rischio di cambio o di tasso, in modo tale da evitare rischiose esposizioni cosiddette “sintetiche” che non trovino diretta corrispondenza nelle passività dell’ente territoriale.

Tra le varie tipologie di operazioni presenti sul mercato, sono state ammesse quelle che presentano un profilo di rischio contenuto o che addirittura consentono di migliorare la protezione dai rischi di mercato: ciò ha richiesto un maggior dettaglio degli aspetti più strettamente tecnici, esemplificando la gamma di strumenti utilizzabili. Inoltre, la preoccupazione di non posporre i costi dell’indebitamento contratto su esercizi futuri ha portato ad escludere la possibilità di estendere la durata delle operazioni derivate oltre la scadenza delle sottostanti passività.

Sempre sulla base della stessa *ratio*, ma anche per evitare che l’utilizzo degli strumenti derivati potesse in alcun modo accrescere il profilo dei rischi - sia di mercato che di credito - assunti nella gestione del debito, laddove alla lettera *f*) dell’art. 3 del regolamento si prevedono operazioni derivate che ristrutturano passività esistenti è stata sancita l’impossibilità di traslare il peso finanziario delle esposizioni in essere sugli esercizi futuri, concentrandolo in prossimità della scadenza.

Pertanto, le tipologie di operazioni utilizzate si limitano a:

- *swap* di tasso di interesse, consistente in un contratto tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi, collegati ai principali parametri del mercato finanziario, secondo modalità, tempi e condizioni stabiliti nei contratti stessi;
- acquisto di *cap* di tasso di interesse, in cui viene stabilito un livello soglia del tasso variabile oltre il quale l'acquirente del *cap* (in questo caso l'ente) paga un tasso fisso predeterminato;
- acquisto di *collar* di tasso di interesse, in cui all'acquirente (in questo caso l'ente) viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di un minimo ed un massimo prestabiliti;
- acquisto di *forward rate agreement*, contratti in cui due parti concordano il tasso di interesse che l'acquirente del *forward* si impegna a pagare su un capitale stabilito ad una determinata data futura.

Tali operazioni debbono essere effettuate nella forma c.d. "*plain vanilla*"; vale a dire nella forma più semplice, priva di qualsiasi opzionalità che possa esporre l'ente ad ulteriori rischi finanziari conseguenti a movimenti dei tassi di interesse; né sono ammissibili strumenti derivati che contengano leve o moltiplicatori dei parametri finanziari, come, ad esempio, pagare 2 volte il tasso Euribor al verificarsi di determinate condizioni di mercato.

L'utilizzo di strumenti quali *cap* e *collar* è stato limitato al solo acquisto degli stessi, in quanto si è ritenuto che tali tipi di operazione debbano essere unicamente finalizzati alla protezione dal rialzo dei tassi di interesse.

Veniva, peraltro, consentita la presenza di un importo da regolare al momento del perfezionamento dell'operazione per un ammontare massimo dell' 1% del nominale del contratto, a sua volta non superiore all'ammontare di debito su cui viene effettuata l'operazione di copertura. Questa eventualità si è riscontrato essere spesso utilizzata in contratti stipulati da enti di medie e piccole dimensioni, con la finalità più di un limitato finanziamento che di una corretta compensazione dei flussi finanziari rimodulati: pertanto, con la previsione contenuta al comma 9 dell'art. 62 del decreto legge 25 giugno 2008 n. 112 - convertito con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008 n. 133 e poi confluito nell'art. 3 della legge finanziaria per il 2009 - si è esplicitata la natura contabile di tali importi disponendo che siano classificati come debito a tutti gli effetti, così recependo nella normativa nazionale quanto deciso in una recente comunicazione di Eurostat ai paesi membri. Infatti, uno *swap*, all'atto della sua accensione, dovrebbe nascere in equilibrio, con le c.d. "gambe" a pagare e a ricevere uguali in base a quanto calcolabile con la struttura dei tassi del momento. L'*up-front*, invece, determina uno squilibrio di partenza e rappresenta, nella sostanza, una sorta di finanziamento; quindi, è corretto considerarlo un debito.

Alla stessa finalità di limitare l'esposizione dell'ente al rischio, si ispira, inoltre, la disposizione che ribadisce il requisito dell'adeguato merito di credito (*rating*) degli intermediari controparti dei contratti derivati e introduce l'indicazione di suddividere tra più controparti il totale di operazioni

derivate poste in essere oltre l'ammontare complessivo di 100 milioni di euro. Tale indicazione non comporta la rimodulazione delle operazioni derivate concluse ante regolamento; tuttavia, ai fini dell'applicazione di questo principio di diversificazione, l'ente dovrà, al momento della conclusione di nuove operazioni derivate, tenere conto dell'esposizione già acquisita.

Certo, alla luce dei recenti avvenimenti, il parametro si è rivelato meno solido di quanto ritenuto in precedenza. Ci sono altri parametri che possono essere considerati, ma nessuno di questi è risolutivo. Pertanto il *rating* deve tuttora essere considerato quanto meno un pre-requisito ineludibile.

* * *

La percezione che il quadro normativo sopra delineato, ancorché piuttosto preciso, non fosse stato applicato con la prudenza e la consapevolezza necessarie, ha portato ad un nuovo intervento legislativo in occasione della predisposizione della legge finanziaria per il 2007. Tale legge (la n. 296 del 27 dicembre 2006) ha introdotto ulteriori disposizioni in merito all'operatività in strumenti derivati delle Regioni e degli enti di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267 ed ha ampliato la definizione di indebitamento contenuta nell'articolo 3, comma 17 della legge 14 dicembre 2003, n. 350, anche alla luce di un pronunciamento di Eurostat del settembre 2006, riguardante i debiti del settore sanitario, su cui ritornerò più avanti.

In particolare, il comma 736 ribadisce alcuni principi cui gli enti dovranno attenersi nell'attività legislativa e/o amministrativa finalizzata alla gestione del proprio debito tramite operazioni in strumenti derivati. Il ricorso allo strumento della norma di principio è chiaramente volto a coniugare il rispetto dell'autonomia della finanza locale con l'imprescindibile riguardo all'economicità complessiva delle operazioni poste in essere dagli enti per la gestione del debito.

Le linee guida che si evincono dalla norma possono essere così dettagliate:

1. Obiettivo dell'attività in strumenti derivati deve essere quello di conferire maggiore solidità al bilancio degli enti attraverso il contenimento del costo finale delle operazioni, da valutarsi in relazione all'esposizione ai rischi di mercato assunti con le stesse operazioni poste in essere. In altre parole, le condizioni delle operazioni dovranno essere il risultato di un bilanciamento tra le due variabili: costo complessivo e rischi di mercato.
2. Deve sussistere una corrispondenza tra il nominale della passività e quello della posizione in strumenti derivati che la copre. E' possibile concludere operazioni derivate che abbiano come sottostante un'altra operazione derivata solo nel caso in cui l'ente si trovi nella necessità di ristrutturare una posizione in conseguenza della variazione dell'ammontare del sottostante, ipotesi peraltro già contemplata nella circolare del 27 giugno 2004 (esplicativa del D.M. n. 389 del 1° dicembre 2003), cui si fa espresso rinvio.
3. Va ricercato un contenimento dei rischi di credito assunti. Anche in questo caso viene elevato a livello di principio generale un comportamento prudenziale già introdotto nell'ordinamento con il

regolamento di attuazione dell'art. 41 della legge 448/2001 (D.M. n. 389 del 1 dicembre 2003). Tale principio, come già il suo presupposto di natura regolamentare, deve trovare attuazione nella verifica da parte dell'ente del merito di credito delle controparti con cui conclude operazioni in strumenti derivati. Tali controparti dovranno, infatti, essere dotate di un *rating* sufficientemente affidabile, assegnato da almeno una delle principali Agenzie di Rating riconosciute a livello internazionale (attualmente S&P's, Moody's e Fitch Ratings).

Il comma 737 è stato introdotto al fine di porre, almeno parzialmente, rimedio alla debolezza delle norme contenute nel testo originario dell'art. 41, derivante dall'assenza di una sanzione in caso di inadempimento da parte degli enti destinatari delle stesse e, a questo scopo, introduce due nuovi comma.

Infatti il comma 2-bis dell'art. 41 - così come modificato - stabilisce che gli enti contraenti, come presupposto della efficacia del contratto, al momento della chiusura delle singole operazioni e prima della sottoscrizione dei contratti stessi, debbono essere in possesso di tutta la documentazione contrattuale finale relativa a ciascuna transazione e la debbono trasmettere al Dipartimento del Tesoro.

In tal modo si è voluto fornire al monitoraggio il supporto costituito dall'inefficacia del contratto in caso di omessa trasmissione preventiva; inoltre, quest'ultima consente di effettuare un controllo incrociato con i dati delle comunicazioni trimestrali sopra citate.

L'obbligo di trasmissione si riferisce ai contratti, corredati dalla ulteriore documentazione in essi eventualmente richiamata, specificando altresì le operazioni sottostanti, con l'unica eccezione dei dati non rilevabili sul mercato al momento della sottoscrizione del contratto, che potranno essere comunicati appena disponibili (a puro titolo esemplificativo, si potrà posticipare la comunicazione dell'entità di un tasso di interesse che viene rilevato a posteriori rispetto alla chiusura dell'operazione già trasmessa).

Il comma 2-ter dell'art. 41 della legge 448/2001 trasforma in obbligo la facoltà già esistente in capo al Ministero di notificare alla Corte dei Conti le operazioni poste in essere in violazione della normativa vigente, per l'adozione dei provvedimenti di rispettiva competenza.² Peraltro, rimane in capo al Dipartimento del Tesoro la facoltà di informare contestualmente anche il Dipartimento della Ragioneria Generale dello Stato per l'eventuale attivazione di verifiche ispettive.

* * *

Nel 2008 è stato necessario procedere ad una nuova serie di interventi legislativi, con una funzione di "*fine tuning*" normativo, il cui scopo è stato quello di promuovere una maggiore trasparenza sulle condizioni ed una maggiore consapevolezza sugli effetti dei contratti derivati sul debito sottostante. Il

² Notifica finora avvenuta in 16 degli oltre 250 contratti stipulati e comunicati dal 1 gennaio 2007.

primo tentativo in tal senso è stato quello dell'art. 1 della legge 24 dicembre 2007, n. 244 (legge finanziaria per il 2008), comma da 381 a 384, con il quale si è voluto appunto introdurre un generale obbligo di trasparenza nella stipula dei contratti di strumenti finanziari derivati e di consapevolezza circa le loro possibili conseguenze sul bilancio dell'ente.

Per quanto riguarda la trasparenza, è stato previsto l'obbligo, in capo alle parti contraenti, di integrare i contratti con una documentazione contenente una serie di informazioni – da definirsi in sede di successiva regolamentazione - sulle condizioni finanziarie vigenti al momento della stipula (comma 382); rispetto alla consapevolezza, invece, gli amministratori degli enti sono stati obbligati ad attestare la propria conoscenza delle caratteristiche e dei rischi delle operazioni concretamente poste in essere e a quantificare gli oneri e gli impegni derivanti dai contratti con una apposita nota allegata al bilancio (comma 383). Ad entrambe le norme è stata fornita una protezione sanzionatoria consistente nella nullità dei contratti in caso di violazione (comma 384).

La logica sottostante a queste tre disposizioni è piuttosto evidente: l'utilizzo degli strumenti derivati deve essere, nell'ambito di un'attività pubblica, imprescindibilmente parte di una consapevole strategia di gestione del debito. Per poter decidere lucidamente sulla opportunità di concludere o meno un contratto, un amministratore pubblico deve avere una visione chiara e precisa delle caratteristiche del prodotto che sta utilizzando, dei rischi connessi con l'influenza che i parametri di mercato hanno sulle componenti del prodotto stesso e, di conseguenza, deve avere contezza degli effetti sulle posizioni di debito al quale il prodotto si riferisce e più, in generale, sugli effetti che la strategia ha sul bilancio. La stessa consapevolezza deve essere, poi, mantenuta nel corso della vita del contratto, al fine di potere verificare l'efficacia della strategia in base alle mutate condizioni di mercato.

Il contenuto normativo dei comma 381 e seguenti è stato ripreso, ampliato ed armonizzato, nel corso del 2008, con una serie di norme sul debito degli enti territoriali, ed il nuovo testo è confluito nell'art. 62 del decreto legge 25 giugno 2008 n. 112, rubricato "Contenimento dell'uso degli strumenti derivati e dell'indebitamento delle regioni e degli enti locali". Il testo definitivo oggi in vigore è frutto, però, di una serie di modifiche, apposte prima in sede di conversione e successivamente con l'articolo 3 comma 1, della legge 22 dicembre 2008, n. 203 (legge finanziaria per il 2009).

Il testo originario dell'articolo 62 pone un duplice obiettivo:

1. emendare l'ordinamento in materia di indebitamento degli enti, (a) abrogando la norma che consente l'emissione di titoli con rimborso unico alla scadenza (c.d. "bullet") per tornare alla preesistente situazione in cui anche per le emissioni obbligazionarie era obbligatorio il piano di ammortamento di capitale ed interessi e (b) limitando la durata massima dei piani di ammortamento (sia di emissioni che di altri strumenti di debito) a trenta anni;
2. bloccare temporaneamente la stipula di nuovi contratti di strumenti finanziari derivati, in attesa della nuova regolamentazione che definisca le tipologie delle operazioni ammesse per la

gestione del debito degli enti territoriali, nonché i criteri e le condizioni per la loro conclusione. Il blocco, in pendenza del regolamento di attuazione, è comunque operativo per un anno a decorrere dalla data di entrata in vigore del decreto legge (26 giugno 2008).

In sede di conversione, ad agosto 2008, il testo dell'articolo 62 è stato revisionato e riorganizzato, prevalentemente dal punto di vista lessicale, con una disposizione più articolata delle norme contenute nei vari comma. L'innovazione di rilievo, rispetto al testo predisposto dal Governo, è stata l'integrazione dell'elenco di operazioni che costituiscono indebitamento ai sensi dell'articolo 3, comma 17, della legge n. 350/2003 (legge finanziaria 2004) cui sono stati aggiunti i premi incassati al momento del perfezionamento delle operazioni derivate (c.d. "upfront").

Infine, l'ultima modifica al testo dell'articolo 62 è stata messa a punto dall'articolo 3 della legge 23 dicembre 2008 n. 203 (legge finanziaria per il 2009) il cui testo è caratterizzato da un'articolazione più fluida e chiara delle norme, anche in virtù del fatto che sono stati separati i comma contenenti disposizioni sull'indebitamento, di carattere permanente, da quelli che regolano l'attività in strumenti derivati. Sotto un profilo squisitamente contenutistico, l'art. 62, nel testo modificato dalla legge finanziaria per il 2009, ha confermato il blocco dell'operatività in derivati, già disposto con il testo originario del decreto legge, per il periodo minimo di un anno, consentendo però – a differenza della precedente versione - di ristrutturare preesistenti derivati che, per effetto di variazioni intervenute nella passività sottostante, non rappresentano più efficaci operazioni di copertura; inoltre ha confermato il divieto per gli enti di emettere titoli obbligazionari con rimborso in unica soluzione (c.d. "bullet") e la durata massima di trenta anni per tutte le forme di indebitamento.

Inoltre, la norma ha stabilito - così recuperando ed ampliando il contenuto dei comma 381 e seguenti della finanziaria per il 2008 – che, pena la nullità del contratto - le operazioni in derivati, stipulate successivamente alla sua entrata in vigore, dovranno prevedere una specifica informativa all'interno del contratto, nonché l'attestazione da parte dell'amministratore pubblico di avere acquisito una piena comprensione della natura dello strumento e dei suoi effetti sul bilancio. La nullità del contratto può essere fatta valere esclusivamente dagli enti.

Le disposizioni di natura squisitamente tecnica riguardanti l'indicazione delle indispensabili informazioni, da esplicitare in lingua italiana nel contratto, sono state demandate ad uno o più regolamenti successivi del Ministero dell'Economia, da adottarsi sentite la Banca d'Italia e la Consob, così come con regolamento dovranno essere indicate le tipologie di operazioni derivate ammesse per gli enti territoriali, in modo da consentire al legislatore di operare una eventuale riflessione rispetto alle indicazioni fornite nel 2003 col precedente regolamento. Infine, è stata prevista la trasmissione mensile ai competenti uffici della Corte dei Conti, a cura del Dipartimento del Tesoro, di tutta la documentazione pervenuta a partire dal 1° gennaio 2009, ed avente ad oggetto i contratti derivati di enti territoriali.

Appare chiaro come in questo ultimo testo normativo sia stata mantenuta la logica sottostante alle disposizioni della finanziaria per il 2008, compreso il relativo supporto della sanzione in caso di violazione della norma, con l'ulteriore supporto del controllo puntuale dell'attività degli amministratori da parte della Corte dei Conti, controllo che non avviene più nell'ambito della frazionata verifica sugli enti, ma che assume un carattere più "concentrato" sulla specifica operatività di mercato.

La Direttiva MIFID.

I contratti derivati rientrano nella categoria degli "strumenti finanziari" prevista dell'art.1, comma 2 del Dlgs 58/98 e successive integrazioni e modifiche. Ne consegue che il collocamento e la negoziazione di contratti derivati, siano essi trattati nei mercati regolamentati, siano essi trattati al di fuori di tali mercati (i cd. contratti "over the counter" – OTC), configurano la prestazione di un servizio di investimento e, pertanto, soggetta a riserva di legge e regolata dalla disciplina comunitaria e dalle relative norme di attuazione nazionali.

Come è noto, questa disciplina è stata recentemente rivista in occasione dell'attuazione della direttiva MiFID. L'attuazione della direttiva ha comportato una revisione della nozione di "strumento finanziario". La nuova definizione inserita nel citato art. 1 del TUF riprende alla lettera quella della direttiva comunitaria. Tutte le tipologie di strumenti finanziari derivati sono elencate come *species* del *genus* "strumento finanziario". Di conseguenza, la negoziazione di strumenti finanziari derivati è un servizio di investimento riservato agli intermediari abilitati in Italia o in altri Paesi dell'Unione europea.

La direttiva MiFID ha pienamente armonizzato a livello comunitario le regole sullo svolgimento dei servizi di investimento. Lo spazio lasciato ai legislatori nazionali per l'integrazione del quadro comunitario è pressoché nullo; si parla infatti, con riferimento alla direttiva in questione, di una direttiva di massima armonizzazione. A seguito del completamento del *Financial Services Action Plan* (uno degli assi portanti della cd. strategia di Lisbona) si può oggi affermare che, con riferimento alla materia dei mercati finanziari, l'attività normativa è sostanzialmente nelle mani del legislatore comunitario. Rimane decentrato e rimesso alle decisioni delle Autorità nazionali l'assetto della vigilanza.

Rispetto all'articolato e complesso sistema di norme che costituiscono la disciplina in materia di servizi di investimento appare rilevante, ai fini che oggi interessano, trattare il tema delle regole di comportamento cui sono tenuti gli intermediari autorizzati. Gli obblighi degli intermediari individuano anche l'estensione della loro responsabilità per la sottoscrizione di accordi non equilibrati o dannosi per i clienti.

Il principio cardine, già presente nelle norme preesistenti al recepimento della MiFID, è rappresentato dall'obbligo per l'intermediario di comportarsi sempre e comunque con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati.

La direttiva differenzia le regole di comportamento e gli obblighi informativi cui sono tenuti gli intermediari nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento innanzitutto in funzione della tipologia di cliente e tale differenziazione - come vedremo - rileva anche quando cliente dell'intermediario è un ente territoriale. Il livello di protezione assicurato al cliente è dunque graduato, dal basso verso l'alto, a seconda che esso sia identificato, nella terminologia comunitaria, come "controparte qualificata", "cliente professionale" o "cliente al dettaglio".

Nel caso di operazioni con controparti qualificate, gli intermediari finanziari, che la direttiva comunitaria denomina "imprese di investimento", non sono obbligati ad osservare nessuno degli obblighi informativi e di condotta, salvo quelli relativi ai conflitti d'interesse. In tal caso il legislatore comunitario ha riconosciuto la sostanziale posizione di parità tra i due contraenti ed ha ritenuto non necessario intervenire con norme a tutela della parte strutturalmente "più debole". È la stessa direttiva a definire un elenco di soggetti che gli Stati membri devono obbligatoriamente classificare come controparti qualificate e lo Stato è l'unico soggetto pubblico italiano che rientra in tale elenco. **Gli Stati membri hanno poi la facoltà di qualificare ulteriori soggetti come controparti qualificate. Il decreto di attuazione della MiFID ha ritenuto opportuno non includere ulteriori soggetti pubblici italiani tra le controparti qualificate.**

Nel caso dei clienti professionali trovano applicazione importanti obblighi aggiuntivi rispetto a quelli previsti nei rapporti con controparti qualificate. In particolare, debbono essere rispettati: l'obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente; i principi generali in materia di correttezza dei comportamenti e di chiarezza delle informazioni; l'obbligo di acquisire le informazioni sul cliente per effettuare la valutazione di "adeguatezza" o di "appropriatezza" rispetto al servizio da prestare; l'obbligo di eseguire le operazioni alle condizioni più favorevoli per il cliente (*best execution*).

Occorre precisare che il livello di protezione riconosciuto ai clienti professionali è tuttavia sensibilmente attenuato rispetto a quello accordato ai clienti al dettaglio. Si riconosce anche in questo caso che l'esperienza e la cultura in materia finanziaria riducono l'esigenza di tutela del cliente professionale.

Peraltro, da questo punto di vista la MiFID innova sostanzialmente rispetto al regime previgente, in quanto pone in capo all'intermediario l'onere di valutare adeguatamente le conoscenze, le esperienze del cliente e la capacità di comprendere i rischi qualora questi richieda di essere trattato come investitore professionale. Nel vecchio regime era sufficiente una semplice "autocertificazione" del cliente, ora è invece necessaria una valutazione da parte dell'intermediario basata su elementi oggettivi (avere effettuato operazioni di dimensione e frequenza significative rispetto al mercato in questione, avere una ricchezza finanziaria di almeno 500.000 Euro, lavorare o aver lavorato nel settore finanziario).

Alla luce di quanto sopra illustrato, la classificazione di un soggetto tra i clienti professionali è un passaggio particolarmente delicato. Il decreto legislativo 164/2007, che ha dato attuazione alla direttiva, ha

modificato l'articolo 6 del TUF attribuendo i poteri regolamentari per l'individuazione dei clienti professionali. Nel caso dei clienti professionali pubblici, il legislatore, tenuto conto anche dei profili di finanza pubblica che sono interessati dalla classificazione, ha previsto che essi siano identificati con regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze, emanato sentite la CONSOB e la Banca d'Italia. Il Ministero ha predisposto una bozza del decreto e l'ha sottoposta a consultazione pubblica. La procedura per l'emanazione del regolamento è in corso di completamento.

La direttiva MiFID suddivide i clienti professionali in due sottocategorie: i clienti professionali di diritto e quelli potenziali, i soggetti cioè che possono chiedere di essere trattati come clienti professionali. Questa suddivisione, come si vedrà, ha notevoli implicazioni sulla portata della responsabilità dell'intermediario.

La MiFID indica, all'allegato II, i soggetti che dovrebbero essere considerati clienti professionali di diritto: tra questi sono compresi i governi regionali. La bozza di decreto predisposta dal Ministero si limita ad attuare questa previsione, qualificando le Regioni come clienti professionali di diritto. Non sono aggiunti ulteriori soggetti pubblici. Nel caso in cui l'intermediario intenda negoziare uno strumento finanziario derivato con una Regione, esso dovrà informarne il legale rappresentante che essa sarà trattato come cliente professionale, a meno che la Regione non richieda un trattamento da cliente al dettaglio. È importante sottolineare questa possibilità per i clienti di chiedere un regime di maggiore protezione. Essa è prevista dalla direttiva sia per le controparti qualificate, sia per i clienti professionali di diritto e ha implicazioni potenziali notevoli sul grado di responsabilità dei soggetti incaricati della gestione finanziaria delle Regioni. È anche da tenere presente che la Regione potrebbe chiedere un trattamento da cliente al dettaglio limitatamente ad alcuni specifici prodotti o servizi finanziari, ragionevolmente quelli complessi come, per l'appunto, gli strumenti finanziari derivati.

La seconda parte dell'allegato II della direttiva riguarda i clienti che possono essere trattati come professionali. La procedura in questo caso prevede una valutazione da parte dell'impresa di investimento sulle competenze, la conoscenza e l'esperienza del cliente. L'intermediario deve adottare tutte le possibili misure ragionevoli per accertarsi che il cliente è in grado di prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume. È proprio questo onere di valutazione che modifica significativamente il livello della responsabilità dell'impresa di investimento rispetto al caso in cui negozi con un cliente professionale di diritto. L'onere di valutazione è anche la novità più significativa sul regime di responsabilità dell'intermediario rispetto all'assetto vigente in Italia prima dell'attuazione della direttiva comunitaria, che - come già detto - richiedeva solo una dichiarazione da parte del cliente circa il possesso delle competenze necessarie ai fini dell'applicazione del regime meno protettivo riservato agli operatori qualificati.

La bozza di regolamento predisposta dal Ministero dell'economia e delle finanze, e sottoposta a consultazione pubblica, individua in primo luogo i parametri che possono consentire ai soggetti pubblici di chiedere il trattamento da clienti professionali. Si è in primo luogo mutuato il parametro

quantitativo indicato dalla direttiva per il fatturato delle imprese, richiedendo un **livello di entrate superiore a 40 milioni di euro all'anno**. In secondo luogo, il **decreto introduce un parametro quantitativo che assicuri che il soggetto pubblico che chiede di essere trattato come cliente professionale abbia un'operatività significativa e costante sul mercato finanziario**; si richiede infatti che il soggetto pubblico abbia effettuato operazioni finanziarie di valore nominale o nozionale complessivo superiore a 100 milioni di euro nel corso dell'anno precedente la stipula del contratto. Infine, si richiede che il personale addetto alla gestione finanziaria sia qualificato.

I dati³

Accanto al monitoraggio del debito, che si è sviluppato in modo efficiente, meno significativo è stato, invece, in passato il flusso informativo relativo alle operazioni in derivati e questo ha comportato l'adozione nella legge finanziaria del 2007 dei provvedimenti già citati, circa l'inefficacia dei contratti stipulati in assenza di preventiva comunicazione al Dipartimento del Tesoro.

Tale misura ha comportato un significativo aumento del flusso di informazioni relative a questi contratti già a partire dalla fine del 2006, una volta noto che l'obbligo sarebbe entrato in vigore dal 1 gennaio dell'anno successivo.

Data l'elevata complessità tecnica delle operazioni derivate, l'analisi puntuale di ogni singolo contratto richiede, di norma, un certo dispendio di risorse e di tempo. Tuttavia, in alcuni casi, la mancata rispondenza dei termini contrattuali alle norme può risultare evidente anche ad una rapida lettura effettuata alla ricezione della comunicazione preventiva. Quando si è presentata una tale evenienza, l'Ufficio incaricato del monitoraggio ha provveduto a segnalare in via informale la patente irregolarità all'ente, il quale, nella maggior parte dei casi, ha rinunciato a concludere la transazione. Si può allora concludere che l'introduzione delle norme contenute nella legge finanziaria per il 2007 ha prodotto effetti positivi non solo per quanto riguarda la rilevazione del fenomeno, ma anche in termini di acquisizione di maggiore consapevolezza da parte di alcuni enti, che hanno così evitato di concludere operazioni irregolari.

Per quanto riguarda gli aspetti quantitativi del fenomeno, in base ai dati comunicati dagli enti territoriali interessati dagli obblighi di monitoraggio ex art. 41 della legge 448/2001 - obblighi dai quali rimangono comunque escluse le imprese municipalizzate, poiché esterne al perimetro della pubblica amministrazione - così come rilevati a fine dicembre 2008, risulta che: i) circa 600 tra

³ La fonte dei dati forniti è il risultato dell'attività di monitoraggio presso il Dipartimento del Tesoro, che si basa sulle segnalazioni degli enti e fotografa la situazione al 31 dicembre 2008.

Regioni, province, comuni e comunità montane hanno in essere operazioni derivate a fine dicembre 2008; ii) il loro nozionale complessivo è pari a quasi euro 35,5 miliardi per oltre 1.000 contratti.

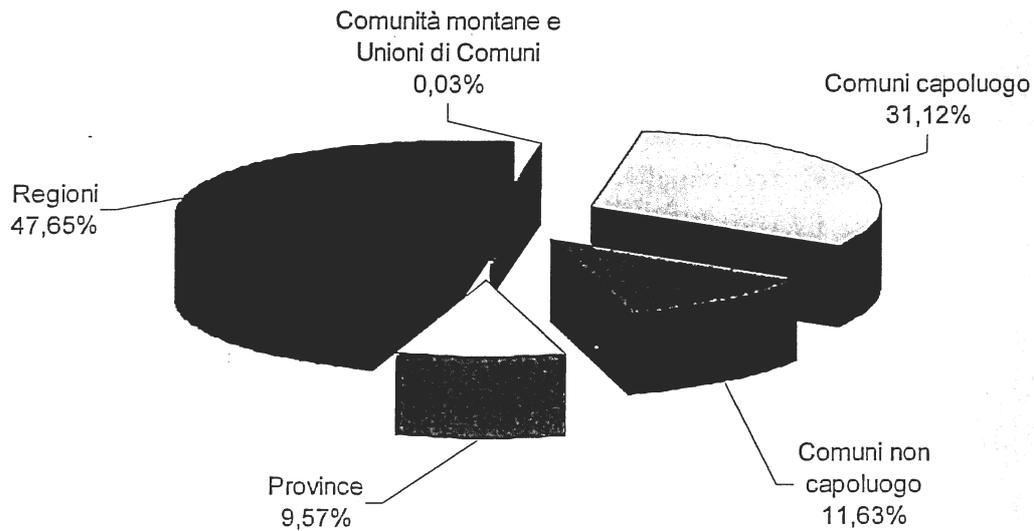
La scomposizione per numerosità di enti coinvolti vede - come è naturale - una larga prevalenza dei comuni, sia capoluogo (7,6%) sia non capoluogo (81,6%), seguiti da province (7,1%) e Regioni (3%), con una componente residuale di comunità montane (0,7%).

Se invece si analizza il fenomeno dal punto di vista degli importi nozionali dei contratti complessivamente sottoscritti dalle categorie di enti, le regioni si caratterizzano come i soggetti più attivi con circa 16,9 miliardi di euro complessivamente stipulati (47,6% del totale), seguiti dai comuni capoluogo con quasi 11 miliardi di euro (31,1%), a dimostrazione che quasi l'80% delle grandezze rilevate si riferisce ad un ristretto numero di enti (18 regioni ed una cinquantina di capoluoghi). Seguono poi province e comuni non capoluogo, rispettivamente con 3,4 e 4,1 miliardi di euro (complessivamente pari a circa il 21,2% del totale) ed infine un piccolo importo residuale relativo a comunità montane ed unioni di comuni (0,1%).

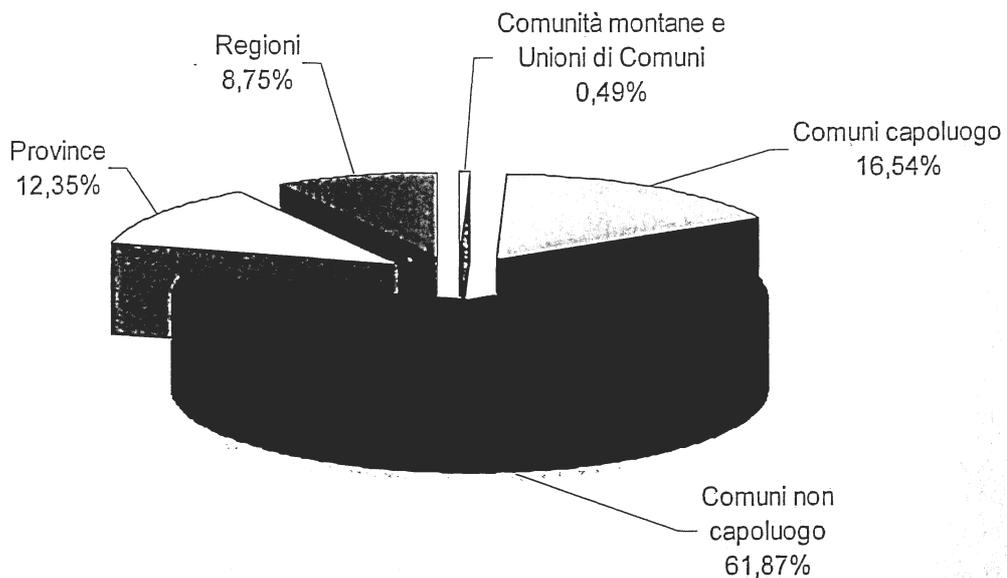
Inoltre si fa presente che il 59,5% del nozionale complessivo oggetto di operazioni derivate è stato stipulato con controparti estere, mentre il rimanente 40,5% si riferisce ad operazioni con banche italiane o filiazioni italiane di operatori bancari esteri (soggette comunque a normativa di vigilanza nazionale). Al riguardo, poi, si rileva che le controparti estere censite sono meno di venti e che le prime dieci rappresentano comunque oltre il 90% degli importi nozionali di riferimento segnalati, a conferma di un'elevata specializzazione richiesta agli intermediari e della conseguente concentrazione di questo segmento di mercato.

Dati al 31 dicembre 2008

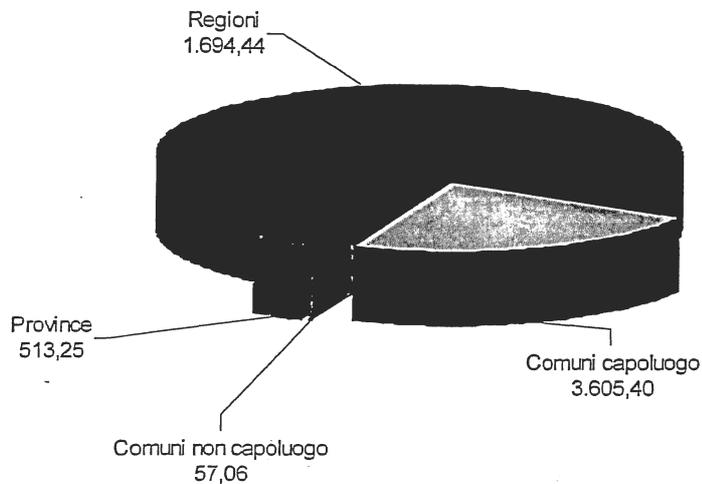
Percentuale del nozionale totale per tipologia di ente



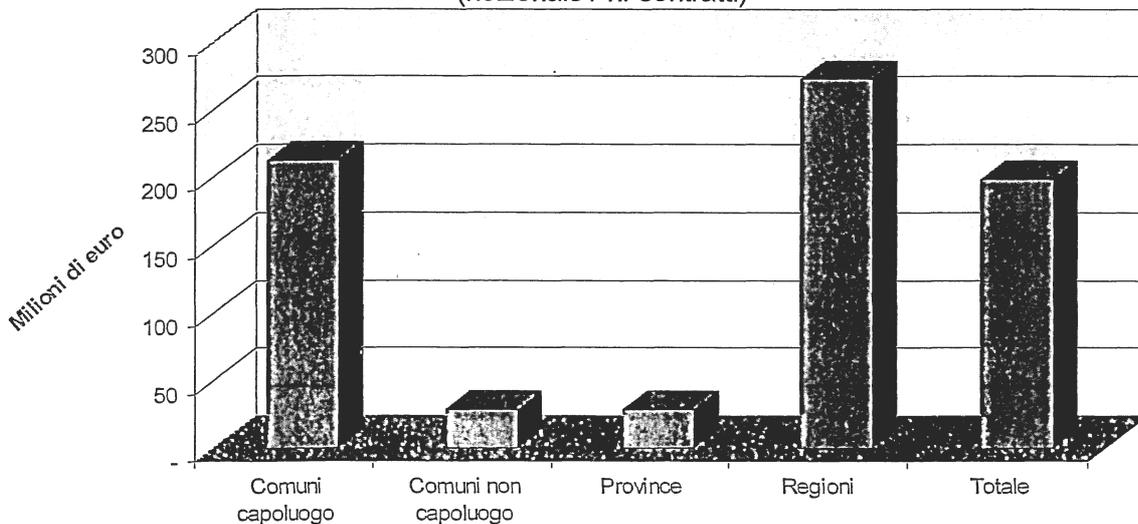
Percentuale dei contratti per tipologia di ente



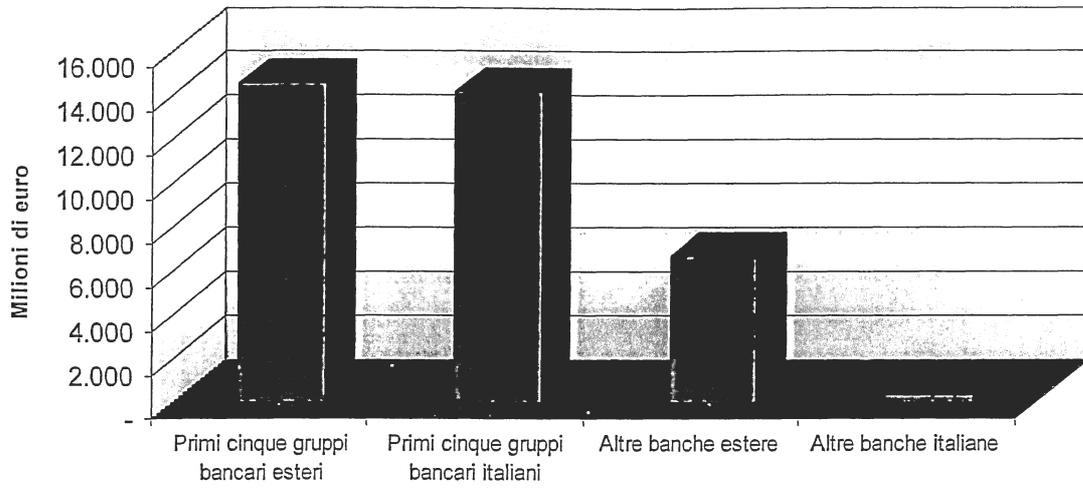
Nozionale degli swap di ammortamento per tipologia di ente
(dati in milioni di euro)



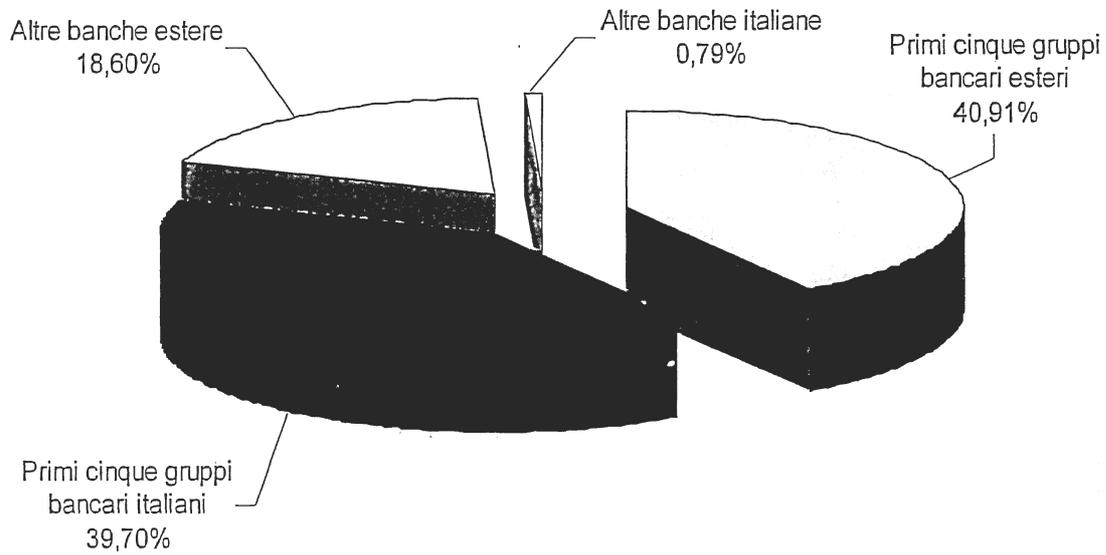
Nozionale medio degli swap di ammortamento per tipologia di ente
(nozionale / n. contratti)



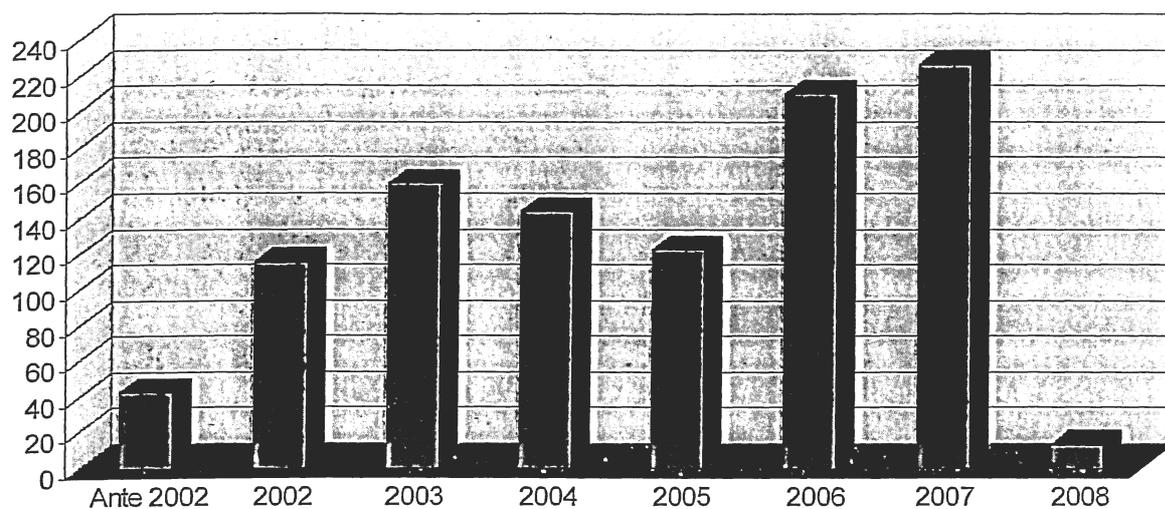
Capitale nozionale per tipo di controparti



Percentuale del nozionale totale per controparte



Suddivisione dei contratti vigenti in base all'anno di stipula



Analisi dei nozionali medi suddivisi per tipologia di ente

| Tipo ente | Nozionale medio per contratto | Nozionale medio per ente |
|------------------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| Comunità montane | 2.660.534,28 | 3.547.379,03 |
| Comuni capoluogo | 64.899.014,96 | 239.844.185,71 |
| Comuni non capoluogo | 6.483.460,91 | 8.398.128,59 |
| Province | 26.711.458,91 | 78.891.983,29 |
| Regioni | 187.681.313,81 | 938.406.569,07 |
| Unioni di Comuni | 1.020.767,46 | 1.020.767,46 |
| Nozionale medio complessivo | 34.486.040,96 | 58.889.784,23 |

Le cartolarizzazioni.

La tecnica della cartolarizzazione ha vissuto un periodo di particolare sviluppo e diffusione a partire dalla fine degli anni '90, in quanto consente di realizzare rapidamente la vendita in massa di determinati *asset*, la cui intrinseca redditività viene posta a garanzia di appositi strumenti obbligazionari strutturati, denominati ABS (*Asset Backed Securities*). Tanto migliore è la qualità di detti *asset*, tanto più solido deve essere considerato il titolo e ciò dovrebbe riflettersi nel giudizio sul merito di credito (*rating*) dell'obbligazione. Quello che, tuttavia, si è verificato negli anni recenti è che, in diversi casi, il *rating* AAA è stato assegnato, da parte delle maggiori agenzie di valutazione del merito di credito, anche a titoli ABS e ad altri prodotti strutturati collateralizzati, almeno in parte, da *asset* non così performanti, quali, ad esempio, i mutui *sub prime* americani. L'implosione del mercato immobiliare statunitense ha così cominciato nel 2007 a minare la fiducia circa la bontà di tali prodotti strutturati, e la crisi si è propagata in maniera talmente ampia e indiscriminata che tutto il segmento di mercato delle cartolarizzazioni è praticamente collassato, indipendentemente dalla qualità delle singole emissioni ABS.

Per questo tipo di strumenti finanziari, così come per altri, non è dunque lo strumento in sé ad essere problematico, quanto piuttosto l'imperfetta consapevolezza e valutazione delle caratteristiche che lo contraddistinguono da parte di tutti coloro che se ne occupano, ciascuno nell'ambito del proprio ruolo di mercato.

Le cartolarizzazioni condotte negli anni passati dalle amministrazioni pubbliche, in particolare quelle realizzate sotto il coordinamento del MEF (aventi ad oggetti *asset* immobiliari e creditizi di diversi enti pubblici), oltre ad aver contribuito almeno in parte alla riduzione del debito pubblico, hanno d'altro canto consentito di migliorare la conoscenza del patrimonio posseduto e, conseguentemente, di operare più efficacemente per la sua valorizzazione. A titolo di esempio, la capacità di riscossione dei crediti contributivi da parte degli enti previdenziali è stata sensibilmente accresciuta proprio a seguito delle operazioni di cartolarizzazione.

Non bisogna poi ignorare che l'unica fra le molte operazioni di cartolarizzazione realizzate sotto la guida del MEF che ha presentato delle criticità è SCIP2; va tuttavia precisato che le ragioni di tale problematicità sono da ricondurre agli interventi legislativi successivi alla realizzazione dell'operazione, che hanno prodotto prima un blocco delle vendite di immobili, poi una perdita di valore e infine, col sopraggiungere della crisi del settore immobiliare, un rallentamento significativo del processo di vendita degli immobili.

Altre cartolarizzazioni, peraltro, sono state al centro dell'attenzione dell'opinione pubblica in tempi recenti, in quanto utilizzate dai fornitori della Sanità pubblica per recuperare le somme dovute per l'erogazione di beni e servizi. Si tratta, dunque, di cartolarizzazioni promosse e realizzate da parte di soggetti privati, che però avevano come *asset* sottostante i crediti verso le Regioni e/o le

aziende sanitarie o ospedaliere, i cui termini di pagamento erano stati rimodulati attraverso accordi transattivi stipulati con tali soggetti pubblici.

La rilevanza del fenomeno, se da un lato ha attratto l'attenzione degli organi statistici comunitari portando a un incremento del debito della P.A. secondo il parametro di Maastricht, ha fatto anche sì che venisse evidenziato, in alcune regioni, un problema di funzionalità ed efficienza nell'erogazione di beni e servizi al settore sanitario e nei relativi pagamenti, consentendo al governo centrale di intervenire con appositi piani di rientro, in modo da ricondurre la gestione del servizio sanitario nell'alveo di una efficiente riorganizzazione delle prestazioni e di una corretta contabilizzazione in bilancio.

Pertanto, anche in questo caso non è la tipologia di operazione ad essere causa di problemi, bensì il ricorso alla medesima per evitare di affrontare problemi più profondi e sistemici, magari senza ben padroneggiarne gli aspetti più propriamente tecnici.

A questo punto credo si imponga una parentesi circa le regole di classificazione contabile di questo tipo di transazioni da parte di Eurostat.

E' universalmente noto che nel 2002 l'autorità statistica europea aveva fissato alcuni criteri per discriminare se le cessioni effettuate tramite cartolarizzazioni fossero o meno da considerarsi delle vere e proprie vendite di *asset*. In tale occasione erano state essenzialmente stabilite alcune regole di base:

- Doveva esserci un effettivo trasferimento del rischio dal cedente alla società veicolo della cartolarizzazione, per cui le emissioni di titoli ABS non dovevano essere assistite da garanzie
- L'importo incassato immediatamente all'atto della cessione doveva essere almeno pari all'85% del valore di mercato degli *asset* ceduti
- La cartolarizzazione di proventi futuri era considerata un'anticipazione monetaria da parte del mercato e quindi un debito dell'amministrazione cedente.

Tra il 2005 e il 2006 Eurostat ha poi ripreso in esame le regole di contabilizzazione delle cartolarizzazioni, ritenendo necessari ulteriori approfondimenti sulla natura di tali operazioni, nonostante la decisione presa nel luglio del 2002 avesse già delineato le regole di registrazione sopra richiamate, puntualmente recepite nell'elaborazione delle statistiche di finanza pubblica.

A seguito dei lavori di un'apposita *task force* e della successiva consultazione del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia dei pagamenti (CMFB), è quindi emersa una profonda revisione dei principi di classificazione delle cartolarizzazioni, con importanti riflessi sui parametri di deficit e debito monitorati ai sensi della procedura di controllo dei disavanzi eccessivi prevista nel Trattato di Maastricht.

Così, nel marzo 2007, gli esperti statistici hanno adottato una serie di decisioni che, pur non comportando una riclassificazione a ritroso delle operazioni già registrate secondo le regole

precedentemente fissate, hanno seriamente condizionato la possibilità di ricorso a questa tecnica di cessione di *asset* da parte della pubblica amministrazione. Le nuove regole sono così riassumibili:

- La cartolarizzazione di crediti fiscali, o altri a questi assimilati nello schema di contabilità nazionale (quali i crediti contributivi), viene considerata alla stregua della concessione di un prestito alla pubblica amministrazione, e non più come una vendita di *asset*. Ciò in base all'osservazione che l'autorità pubblica può sempre, direttamente o indirettamente, mantenere il controllo sui flussi fiscali o contributivi attraverso le misure di intervento proprie dell'azione di governo, per cui la cessione di questi *asset* non può essere considerata incondizionata e definitiva.
- Quando una cartolarizzazione contiene una clausola di pagamento di prezzo differito, essa deve essere considerata alla stregua di una forma di indebitamento, in quanto, pur nel caso in cui i rischi della cessione degli *asset* siano stati effettivamente trasferiti all'acquirente, così non è per gli extra-profitti, che tornano all'originario possessore degli *asset* medesimi.
- Qualora vi siano clausole di sostituzione degli *asset* ceduti in massa tramite la cartolarizzazione, a meno che tale sostituzione non avvenga per sanare errori materiali di marginale entità, non si è in presenza di una vera e propria vendita e i proventi della cartolarizzazione sono una forma di indebitamento.
- Se il governo interviene a compensare ex post il veicolo di una cartolarizzazione, in qualsiasi forma, l'operazione deve essere riclassificata come debito nell'anno in cui tale compensazione viene deliberata.

Come si vede, a partire dal 2007, qualsiasi cartolarizzazione realizzata secondo gli standard di questo mercato avrebbe comportato un aumento del debito secondo le regole comunitarie.

Va tuttavia precisato che, al di là delle tematiche di contabilizzazione, le operazioni di cartolarizzazione condotte in passato hanno consentito alle amministrazioni pubbliche coinvolte di censire in maniera più precisa e puntuale gli *asset* detenuti e anche, in taluni casi, di aumentarne la redditività.

**TABELLA RIEPILOGATIVA DELLE OPERAZIONI DI
CARTOLARIZZAZIONE (*)**

| | | EFFETTO A RIDUZIONE: | | |
|----------------------------|--------------------------|-----------------------------|--------------------------------|----------------|
| ANNO | OPERAZIONI | DEBITO | INDEBITAMENTO NETTO | RICAVO |
| 1999 | <i>INPS 1</i> | 0 | 0 | 4.647.055.000 |
| 2000 | <i>INAIL</i> | 0 | 0 | 1.348.000.000 |
| 2001 | <i>INPS2</i> | 1.190.043.000 | 0 | 1.706.500.000 |
| | <i>LOTTO</i> | 0 | 0 | 2.996.633.511 |
| | <i>SCIP 1</i> | 0 | 0 | 1.994.448.582 |
| 2002 | <i>INPS 3</i> | 1.959.070.705 | 0 | 2.999.070.705 |
| | <i>SCIP 2</i> | 6.596.403.486 | 6.596.403.486 | 6.596.403.486 |
| 2003 | <i>INPS 4</i> | 2.998.842.433 | 0 | 2.998.842.433 |
| | <i>PERSONAL LOANS</i> | 4.227.749.076 | | 4.227.749.076 |
| | <i>LOCAL AUTHORITIES</i> | 538.939.500 | 0 | 538.939.500 |
| 2004 | <i>SCIC RESEARCH</i> | 1.242.950.988 | 0 | 1.242.950.988 |
| | <i>INPS 5</i> | 3.548.154.915 | 0 | 3.548.154.915 |
| 2005 | <i>INPS 6</i> | 4.999.211.001 | 0 | 4.999.211.001 |
| Totale generale | | 27.301.365.104 | 6.596.403.486 | 39.843.959.197 |

(*) La colonna dei ricavi esprime l'incasso ottenuto con le cartolarizzazioni, che non necessariamente coincide con l'effetto di riduzione del debito e del deficit (indebitamento netto) secondo i parametri di Maastricht. Tali effetti sono evidenziati nelle rispettive colonne e rispecchiano le regole di contabilizzazione dettate da Eurostat nel luglio del 2002.

| Regione debitrice | Stock debito inizio periodo | Stock debito 31/12/2005 | Stock debito 31/12/2006 | Stock debito 31/12/2007 | Stock debito 31/12/2008 | Accordi transattivi |
|--|--|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|--------------------------------|
| 2003 | | | | | | |
| Regione Sicilia | 785.384.947 | 523.589.965 | 436.324.971 | 349.059.976 | 0 | Ottobre 2002 |
| 2004 | | | | | | |
| Regione Lazio | 568.048.637 | 397.634.046 | 284.024.318 | 170.414.591 | 0 | Marzo 2004 |
| Regione Lazio | 214.172.848 | 149.920.994 | 107.086.424 | 64.251.854 | 0 | Giugno 2004 |
| 2005 | | | | | | |
| Regione Lazio | 115.552.350 | 92.441.880 | 69.331.410 | 46.220.940 | 0 | Ottobre 2004 |
| Regione Abruzzo | 419.148.776 | 398.191.337 | 356.276.460 | 314.361.582 | 0 | 2004 |
| Regione Lazio | 671.147.535 | 559.289.613 | 335.573.768 | 111.857.923 | 0 | Dicembre 2004 |
| Regione Campania | 2.570.662.351 | 2.570.662.351 | 1.285.331.175 | - | 0 | 2005 |
| Regione Campania | 397.200.004 | - | 397.200.004 | 369.717.980 | 0 | 2005 |
| 2006 | | | | | | |
| Regione Abruzzo | 448.563.076 | 448.563.076 | 433.610.974 | 403.706.769 | 373.802.564 | Dicembre 2005 |
| Regione Lazio | 510.095.300 | 510.095.300 | 408.076.240 | 306.057.181 | 0 | Ottobre 2005 |
| Regione Lazio | 1.202.314.298 | - | 1.202.314.298 | 1.021.967.154 | 0 | Marzo 2006 |
| Regione Lazio | 820.260.195 | - | 820.260.195 | 738.234.175 | 0 | Agosto 2006 |
| Regione Lazio | 248.692.020 | - | 248.692.020 | 223.822.818 | 0 | Aprile 2006 |
| 2007 | | | | | | |
| Regione Abruzzo | 227.108.147 | - | 227.108.147 | 211.967.604 | 196.827.061 | 4 Dicembre 2006 |
| Regione Abruzzo | 166.765.743 | - | 166.765.743 | 155.648.026 | 144.530.310 | 4 Dicembre 2006 |
| Regione Abruzzo | 137.262.025 | - | 137.262.025 | 45.754.008 | 0 | 4 Dicembre 2006 |
| Regione Campania | 898.170.837 | - | 898.170.837 | 873.824.698 | 842.616.673 | Marzo 2007 |
| Regione Campania | 3.451.670.256 | - | 3.451.670.256 | 3.358.205.106 | 3.238.269.210 | Marzo 2007 |
| Regione Sicilia | 596.804.776 | - | 596.804.776 | 533.129.456 | 0 | Marzo 2007 |
| Totale Cartolarizzazioni | 14.449.024.121 | 5.650.368.561 | 11.861.884.040 | 9.298.201.842 | 4.796.045.818 | |
| Totale Cessioni pro-soluto (con accordi transattivi) | 1.705.610.011 | 473.319.853 | 1.389.431.294 | 1.319.999.436 | 709.166.411 | |
| Totale debiti Sanitari | 16.154.634.132 | 6.123.708.414 | 13.251.315.334 | 10.618.201.278 | 5.505.212.229 | |

I DERIVATI E LA CRISI

Con il termine di “derivati” si designa un’amplessima classe di strumenti finanziari caratterizzati dal fatto di sorgere solo in funzione di altri strumenti che ne costituiscono il presupposto sottostante.

Ne fanno parte sia strumenti abbastanza semplici, quali gli *swap* di tasso di interesse o di valuta, sia altri molto complessi. I primi (*swap*) sono normalmente utilizzati per trasformare sinteticamente, attraverso un accordo in cui le due parti si scambiano flussi finanziari, una passività da tasso fisso a variabile o viceversa, oppure per ricondurre i pagamenti di una passività da una valuta a un’altra (ad esempio da dollaro a euro).

Anche le opzioni comunemente utilizzate sui mercati finanziari sono strumenti derivati, che hanno diversi gradi complessità.

Tuttavia, i derivati che hanno generato l’attuale crisi sono strumenti molto complessi, caratterizzati non solo da meccanismi complicati di strutturazione, ma anche da cosiddette componenti di leva finanziaria che ne amplificano gli effetti al verificarsi di determinate ipotesi, al punto da renderne difficile la comprensione e la piena padronanza.

Solo per dare un esempio, si erano ampiamente diffusi negli anni passati alcuni titoli sintetici, denominati CDO (*collateralized debt obligation*), costruiti come panieri di differenti strumenti, che avevano l’unica caratteristica comune di aver ricevuto la medesima valutazione di merito di credito da parte delle agenzie di rating. A puro titolo di esempio, in questi panieri potevano confluire:

- titoli derivanti da cartolarizzazioni di mutui immobiliari, che di per sé già erano strutturati, in quanto il ripagamento del capitale e degli interessi dipendeva dalla solvenza dei mutuatari, spesso eterogenei in termini di solvibilità;
- titoli derivanti da cartolarizzazioni di crediti, anch’essi non sempre omogenei in termini di solvibilità dei debitori;
- obbligazioni di aziende private (*corporate*).

Inoltre, spesso, la redditività di tali strumenti compositi veniva ulteriormente agganciata alla performance di taluni indici azionari, oppure vincolata da una serie di clausole ed opzioni che ne modificavano la struttura al verificarsi di determinati eventi sul mercato finanziario, non di rado con fattori moltiplicativi che ne amplificavano a dismisura gli effetti al momento in cui scattavano le condizioni di esercizio delle opzioni.

Il proliferare di tali strumenti ha prodotto, in primo luogo a seguito della crisi del mercato immobiliare americano, il fenomeno esplosivo dell’attivazione di tali clausole, che hanno reso ingestibile e di difficile valutazione un enorme massa di *asset* finanziari.

Non sono certo questi i derivati che la legge 448/2001 (legge finanziaria 2002) ha consentito di utilizzare da parte degli enti territoriali italiani, peraltro entro limiti ben precisi e delineati con un successivo regolamento (DM 389 del 2003). Infatti, la necessità di consentire un po’ più di flessibilità gestionale agli enti territoriali era nata, all’epoca, dall’esigenza di disciplinare un fenomeno che, in assenza di una norma che ne facesse esplicito divieto, aveva visto proliferare in maniera disordinata una certa attività in tale campo, soprattutto da parte di alcune regioni. Peraltro, l’introduzione di talune fattispecie di derivati interveniva nell’ambito di un’apertura alla ristrutturazione di passività esistenti, al fine di consentire agli enti di non rimanere vincolati al pagamento di tassi fissi molto elevati contratti negli anni precedenti e beneficiare della riduzione dei tassi di interesse intervenuta con l’introduzione dell’euro nel 1999.

E’ d’altronde anche vero che non sempre gli enti territoriali hanno saputo far buon uso di tale facoltà e talora, anche su indicazione delle banche che strutturavano le operazioni, hanno eluso le norme esistenti o non ne hanno valutato oculatamente gli effetti di lungo periodo. Proprio per questo, con il D.L. 112/2008 prima e la legge finanziaria per il 2009 poi, l’intera materia è stata riorganizzata ed è stato disposto un fermo all’attività in derivati, che sarà rimosso solo quando un nuovo e più dettagliato regolamento sarà emanato.

A queste considerazioni si deve aggiungere che la crisi finanziaria del 2008 ha prodotto effetti così negativi sul funzionamento del mercato interbancario che anche strumenti del tutto normali, come gli *swap* di tasso di interesse da fisso a variabile, hanno generato costi inattesi, in quanto l’euribor è stato per molti mesi molto elevato, a livelli del tutto anomali e distanti dai tassi monetari cui normalmente era in precedenza sempre stato collegato. Ora, fortunatamente, quest’ultimo fenomeno è in fase di riassorbimento.

La contabilizzazione delle operazioni di Interest Rate Swap (IRS) nei bilanci degli enti territoriali.

Le operazioni di Interest Rate Swap richiedono le seguenti registrazioni contabili:

- a) la contabilizzazione del premio di liquidità (anticipazione attualizzata degli interessi - *up-front*);
 - b) la contabilizzazione dei flussi netti positivi e dei flussi netti negativi.
- a) Il premio di liquidità, determinato sulla base di una attualizzazione di ipotetici risparmi relativi all'intera durata dell'operazione, costituisce un'entrata straordinaria dell'ente, da molti assimilata ad una forma atipica di indebitamento, da contabilizzare in bilancio tra le entrate in conto capitale (titolo 4° delle entrate, sia per le regioni che per gli enti locali). Tale orientamento è stato espresso in più occasioni dalla Corte dei conti e dall'Osservatorio per la finanza locale (Principio contabile n. 3, punto nr. 47). Ne discende che l'*up-front* richiede il rispetto delle medesime condizioni e vincoli stabiliti per ogni forma di ricorso ad indebitamento, ivi incluso il divieto di utilizzo per il finanziamento di spese correnti (articolo 119 della Costituzione).
- b) I flussi netti positivi e negativi derivano dai differenziali dei tassi di interessi e sono contabilizzati in bilancio tra le entrate correnti (titolo 3° delle entrate, sia per le regioni che per gli enti locali) e tra le spese correnti (titolo 1° delle spese per entrambe le tipologie di enti). Le modalità di contabilizzazione di tali operazioni sono state definite nei decreti del Ministro dell'economia e delle finanze concernenti la codificazione, le modalità e i tempi per l'attuazione del SIOPE per le regioni e per gli enti locali (D.M. 14 novembre 2006 e D.M. 5 marzo 2007). Tali modalità hanno previsto appositi codici, collocati nel titolo 3° delle entrate e nel titolo 1° delle spese, per la rilevazione degli interessi attivi e passivi derivanti dalle operazioni in derivati. Come tutte le scelte riguardanti la rilevazione SIOPE, anche quella riguardante la contabilizzazione delle operazioni in derivati è il risultato della collaborazione, all'interno di gruppi di lavoro, di tutte le Amministrazioni coinvolte nel progetto: la Ragioneria Generale dello Stato, il Ministero dell'interno, l'ISTAT, la Banca d'Italia e i rappresentanti delle associazioni degli enti (CINSEDO, UPI, ANCI). Per motivi prudenziali si ritiene opportuno che per i flussi netti positivi sia previsto un vincolo di destinazione per fronteggiare il pagamento dei flussi netti negativi che potrebbero verificarsi in futuro. In particolare, i flussi netti positivi potrebbero essere destinati al fondo svalutazione crediti (titolo 1° della spesa), che assumerebbe la funzione di "fondo rischi" che, non essendo impegnabile, costituirebbe una quota di avanzo vincolata a garanzia di eventuali futuri flussi netti negativi.

**TABELLA RIEPILOGATIVA DELLE OPERAZIONI DI
CARTOLARIZZAZIONE**

| ANNO | OPERAZIONI | EFFETTO A RIDUZIONE: | | RICAVO |
|------------------------|-------------------------------|----------------------|---------------------|----------------|
| | | DEBITO | INDEBITAMENTO NETTO | |
| 1999 | <i>INPS 1</i> | 0 | 0 | 4.647.055.000 |
| 2000 | <i>INAIL</i> | 0 | 0 | 1.348.000.000 |
| 2001 | <i>INPS2</i> | 1.190.043.000 | 0 | 1.706.500.000 |
| | <i>LOTTO</i> | 0 | 0 | 2.996.633.511 |
| | <i>SCIP 1</i> | 0 | 0 | 1.994.448.582 |
| 2002 | <i>INPS 3</i> | 1.959.070.705 | 0 | 2.999.070.705 |
| | <i>SCIP 2</i> | 6.596.403.486 | 6.596.403.486 | 6.596.403.486 |
| 2003 | <i>INPS 4</i> | 2.998.842.433 | 0 | 2.998.842.433 |
| | <i>SCIC PERSONAL LOANS</i> | 4.227.749.076 | | 4.227.749.076 |
| | <i>SCIC LOCAL AUTHORITIES</i> | 538.939.500 | 0 | 538.939.500 |
| 2004 | <i>SCIC RESEARCH</i> | 1.242.950.988 | 0 | 1.242.950.988 |
| | <i>INPS 5</i> | 3.548.154.915 | 0 | 3.548.154.915 |
| 2005 | <i>INPS 6</i> | 4.999.211.001 | 0 | 4.999.211.001 |
| Totale generale | | 27.301.365.104 | 6.596.403.486 | 39.843.959.197 |

La colonna dei ricavi esprime l'incasso ottenuto con le cartolarizzazioni, che non necessariamente coincide con l'effetto di riduzione del debito e del deficit (indebitamento netto) secondo i parametri di Maastricht. Tali effetti sono evidenziati nelle rispettive colonne e rispecchiano le regole di contabilizzazione dettate da Eurostat nel luglio del 2002.

Le operazioni indicate in tabella *PERSONAL LOANS*, *LOCAL AUTHORITIES* e *RESEARCH* sono state tutte eseguite con il medesimo veicolo *SCIC*. Le prime rappresentano due *tranche* distinte di una medesima operazione effettuata nel 2003 e riguardano crediti ceduti dall'INPDAP, mentre quella del 2004 (*Research*) riguarda crediti verso il settore della ricerca e dell'innovazione tecnologica ceduti dal Ministero dell'Università e della Ricerca e da quello delle Attività produttive.

**INDAGINE CONOSCITIVA SULL'UTILIZZO E LA DIFFUSIONE DEGLI
STRUMENTI DI FINANZA DERIVATA E DELLE CARTOLARIZZAZIONI
NELLE PUBBLICHE AMMINISTRAZIONI**

**Documento consegnato dal sen. D'Ubaldo
sui contratti derivati**

Nella seduta dell'11 marzo 2009

**CONTRATTO SU
INTEREST RATE SWAP CON CAP**

Facendo seguito alle intese intercorse, Vi preghiamo di confermarci la Vostra volontà di concludere con noi il seguente contratto di "Interest Rate Swap" (di seguito il "Contratto") perfezionato

Tra

Comune di _____ (di seguito il "Cliente") con sede/domicilio in
da un lato

e

entrambi di seguito le "Parti"

Indirizzi a cui inviare le comunicazioni ai sensi del presente Contratto Normativo:

| | |
|---------------|-----------------|
| BANCA: | CLIENTE: |
| | |

PREMESSO CHE:

- il Cliente è/sarà titolare di posizioni creditorie o debitorie suscettibili di generare interessi calcolati di volta in volta in base ad un tasso d'interesse variabile o fisso;
- il Cliente intende cautelarsi rispetto al rischio di tasso di interesse derivante dalle suddette posizioni debitorie/creditorie, attraverso la conclusione di operazioni di Interest Rate Swap (IRS), allo scopo di meglio correlare le posizioni medesime con la propria situazione creditoria e debitoria globale, oppure bilanciare posizioni creditorie e/o debitorie generate da operazioni analoghe a quella prevista nei diversi contratti posti in essere;
- la Banca, nell'ambito della propria attività finanziaria, effettua operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati, tra le quali operazioni di IRS, atte a soddisfare l'interesse sopra descritto del Cliente, ponendosi come controparte contrattuale di quest'ultimo;
- il Cliente dà atto che le obbligazioni derivanti dalla stipulazione di ciascun Contratto sono in ogni caso pienamente valide ed azionabili, sia quando effettuate per finalità di copertura sia quando effettuate per finalità diverse, e ciò anche in base a quanto stabilito dall'art.23 del D.Lgs. 24.2.1998 n.58 che, in particolare, esclude in ogni caso l'applicazione dell'art. 1933 c.c. agli strumenti finanziari derivati;
- il Cliente dichiara peraltro che il presente Contratto è disposto ai soli fini di copertura ai sensi

e per gli effetti dell'art. 28 co. 3 del Regolamento Consob adottato con delibera n° 11522 del 1° luglio 1998 e successive modifiche e integrazioni garantendo la piena veridicità di quanto dichiarato ed assumendosi pertanto ogni responsabilità in ordine all'eventuale divergenza rispetto a quanto indicato. L'eventuale mancanza sin dall'origine della funzione di copertura dichiarata dal Cliente e/o il suo eventuale successivo venir meno, per qualsiasi causa – anche relativa alle vicende inerenti i rapporti di debito e/o credito che siano stati motivo per il cliente per la stipulazione del Contratto - non avranno alcun effetto sulla piena validità, efficacia ed azionabilità delle obbligazioni derivanti dal Contratto stesso, fermo restando il diritto della Banca ad avvalersi della risoluzione del Contratto;

- il Cliente rientra nella categoria degli operatori qualificati di cui all'art. 31 del citato Regolamento Consob in quanto dichiara ai sensi e per gli effetti del medesimo articolo 31, di possedere una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari anche derivati e negoziati fuori borsa ("over the counter") tra cui in particolare le operazioni disciplinate dal presente Contratto e di essere a conoscenza della natura e dei rischi di tali operazioni, avendo tra l'altro ricevuto il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui all'allegato n.3 del richiamato Regolamento Consob;

il Cliente prende atto che al fine di coprire il rischio finanziario derivante dalla conclusione del Contratto, la Banca può a sua volta effettuare operazioni di copertura correlate a quella oggetto del Contratto, sostenendone i relativi costi e spese accessorie per tutta la durata del Contratto medesimo, allo scopo di meglio bilanciare le proprie posizioni creditorie e debitorie per una equilibrata gestione della propria tesoreria;

- il Cliente prende altresì atto che qualora l'operazione di cui al Contratto dovesse cessare prematuramente per effetto di risoluzione, a fronte delle operazioni di copertura ad essa correlate la Banca potrebbe incorrere in costi e oneri aggiuntivi (di seguito "Costi di sostituzione") per effettuare una o più operazioni sostitutive di quella oggetto del Contratto;
- le Parti dichiarano reciprocamente l'una all'altra che sono state assunte le deliberazioni necessarie per stipulare e dare esecuzione al presente Contratto e che lo stesso non è in contrasto con clausole di altri contratti da essi stipulati né con altri vincoli che ad essi incombono;

Tutto ciò premesso, si conviene e si stipula quanto segue:

Art. 1 - Efficacia delle premesse e degli allegati

Le premesse e gli allegati costituiscono parte integrante e sostanziale del Contratto.

Ciascuna delle Parti attesta la veridicità e completezza delle rispettive situazioni ed esigenze rappresentate nelle premesse e si impegna a tenere indenne l'altra da qualsiasi danno, spesa, perdita o costo, diretti o indiretti, derivanti dalla non veridicità e/o incompletezza, comunque fatta valere o accertata, delle dichiarazioni effettuate da ciascuna delle Parti in relazione alle proprie situazioni ed esigenze ai fini della conclusione del presente Contratto.

Eventuali mutamenti di tali situazioni ed esigenze successivi alla Data di Negoziazione del Contratto, come di seguito definita, non influiscono sulla validità ed efficacia dello stesso.

Art. 2 – Definizioni dei termini

Nel presente Contratto e nel relativo Allegato A per:

- **“Base Tasso”** si intende, ai fini del calcolo dell'Importo Periodico del Parametro A e dell'Importo Periodico del Tasso Parametro B, il metodo utilizzato per il conteggio dei giorni compresi in ciascun Periodo del Parametro A e di ciascun Periodo del Tasso Parametro B così come indicato nell'Allegato A ;
“Data Iniziale” si intende la data di decorrenza del primo “Periodo del Parametro A” e del primo “Periodo del Tasso Parametro B”;
- **“Data di Negoziazione”** si intende la data di conclusione dell'operazione del Contratto, come indicata nell'Allegato A ;
- **“Debitore Parametro A”** si intende la Banca;
- **“Debitore Tasso Parametro B”** si intende il Cliente ;
- **“Giorno lavorativo”** si intende qualunque giorno lavorativo bancario secondo quanto previsto nell'Allegato A;
- **“Importo di Riferimento”** si intende l'importo indicato come tale nell'Allegato A, utilizzato per il calcolo dell'Importo Periodico Parametro A e dell'Importo Periodico Tasso Parametro B;
- **“Importo di Riferimento Successivo”** si intende l'Importo di Riferimento come di volta in volta modificato sulla base del piano di ammortamento indicato nell'Allegato B;
- **“Importo Periodico Parametro A”** si intende l'importo dovuto dal Debitore Parametro A al Debitore Tasso Parametro B per ciascun Periodo del Parametro A. Tale importo, meglio indicato per ciascun Periodo del Parametro A nel piano di ammortamento di cui all'Allegato B sotto la voce “interessi ex ante”, viene calcolato sommando quanto dovuto dal Cliente, nel semestre di riferimento, a titolo di interessi sui singoli finanziamenti che compongono l'Importo di Riferimento;
- **“Importo Periodico Tasso Parametro B”** si intende l'importo dato dal prodotto del Tasso Parametro B per l'Importo di Riferimento ovvero per l'Importo di Riferimento Successivo, calcolato per la durata del relativo Periodo del Tasso Parametro B secondo la Base del Tasso Parametro B come da Allegato A ;
- **“Importo Up Front”** si intende l'importo indicato nell'Allegato A e corrisposto dalla Banca al Cliente con valuta di regolamento indicata nello stesso Allegato A pari a due giorni lavorativi dalla Data di Negoziazione come indicata nell' Allegato A, salvo che la data della valuta di regolamento non sia diversamente stabilita dalle Parti;

- **“Modified Following Business Day Convention”** si intende la regola in base alla quale qualora una Scadenza Periodica o la Scadenza Finale non si verifichino in un Giorno Lavorativo, detta

scadenza viene posticipata al giorno lavorativo immediatamente successivo alla scadenza originaria; se la scadenza così posticipata cade nel mese solare successivo alla scadenza originaria, la scadenza si intenderà, invece, anticipata al giorno lavorativo immediatamente precedente la scadenza originaria, fermo restando che in entrambi i casi non viene modificata la relativa scadenza dell'eventuale periodo successivo; qualsiasi variazione di scadenza secondo le modalità descritte provocherà una corrispondente variazione ai fini del computo degli interessi;

- **“Periodo del Parametro A” e “Periodo del Tasso Parametro B”** si intende ciascuno dei periodi nei quali è suddivisa la durata del Contratto con riferimento, rispettivamente, al Parametro A e al Tasso Parametro B. Ciascun periodo decorrerà dalla rispettiva data di inizio e terminerà in coincidenza con la data di inizio del periodo successivo, ad eccezione dell'ultimo periodo che terminerà alla Scadenza Finale;
- **“Periodo Iniziale del Parametro A” e “Periodo Iniziale del Tasso Parametro B”** si intende ciascuno dei periodi iniziali che decorrerà dalla Data Iniziale e terminerà in coincidenza con la data di inizio del periodo successivo;
“Scadenze Periodiche” si intende l'ultimo giorno di ciascun Periodo del Parametro A e di ciascun Periodo del Tasso Parametro B, indicati nell'Allegato A, tranne l'ultimo periodo, che terminerà alla Scadenza Finale;
“Scadenza Finale” si intende la data finale dell'ultimo periodo, indicata come tale nell'Allegato A;
“Tasso Parametro B” si intende il tasso di interesse applicabile a ciascun Periodo del Tasso Parametro B come concordato tra le Parti alla Data di Negoziazione ed indicato nell'Allegato A.

Nell' Allegato A possono essere individuati ulteriori elementi e/o caratteristiche del singolo Contratto e/o modifiche rispetto ai termini del presente Contratto.

In caso di discordanza tra quanto contenuto nell'Allegato A e quanto disposto dal presente Contratto, prevale quanto contenuto nell'Allegato A.

Art. 3 - Obblighi derivanti dal Contratto

Il Debitore Parametro A dovrà pagare alle Scadenze Periodiche ed alla Scadenza Finale al Debitore Tasso Parametro B una somma pari all'Importo Periodico Parametro A per ciascun Periodo del Parametro A; il Debitore Tasso Parametro B dovrà pagare alle Scadenze Periodiche ed alla Scadenza Finale al Debitore Parametro A una somma pari all'Importo Periodico Tasso Parametro B per ciascun Periodo del Tasso Parametro B.

Qualora le Scadenze Periodiche e la Scadenza Finale relative al Parametro A e al Tasso Parametro B coincidano, le Parti concordano che il pagamento dei rispettivi importi periodici sarà effettuato per differenziale alla relativa scadenza con le seguenti modalità:

- qualora l'Importo Periodico Parametro A risulti superiore all'Importo Periodico Tasso Parametro B, il Debitore Parametro A dovrà pagare al Debitore Tasso Parametro B un importo pari alla differenza tra l'Importo Periodico Parametro A e l'Importo Periodico Tasso Parametro B; oppure
- qualora l'Importo Periodico Tasso Parametro B risulti superiore all'Importo Periodico Parametro A, il Debitore Tasso Parametro B dovrà pagare al Debitore Parametro A un importo pari alla differenza tra l'Importo Periodico Tasso Parametro B e l'Importo Periodico Parametro A.

Gli importi periodici di cui al presente articolo maturano giorno per giorno; i relativi pagamenti si

intendono come componenti di un unico rapporto contrattuale derivante dall'operazione di Interest Rate Swap, risultante dal presente Contratto .

Il pagamento degli importi dovuti da ciascuna delle Parti ai sensi del Contratto dovrà essere effettuato senza deduzioni di sorta per imposte, tasse, oneri, spese di qualsivoglia natura.

Ciascuna delle Parti dovrà pertanto aumentare gli importi da corrispondere all'altra in misura tale che, una volta operata ogni eventuale deduzione, l'importo effettivamente pagato risulti pari a quello dovuto ai sensi del comma precedente.

Art. 4 – Calcolo degli importi e modalità di pagamento

Le rilevazioni ed i conteggi così come ogni calcolo dei relativi importi e degli interessi, spese ed oneri accessori, verranno eseguiti dalla Banca e comunicati al Cliente affinché lo stesso provveda all'adempimento delle obbligazioni connesse al Contratto.

Le rilevazioni ed i conteggi effettuati dalla Banca valgono come determinazione definitiva degli importi dovuti e fanno piena prova a tutti gli effetti.

Il pagamento degli importi dovuti ai sensi del Contratto sarà effettuato con valuta pari alla relativa Scadenza Periodica o Finale con le seguenti modalità:

quanto alle somme dovute al Cliente, mediante bonifico sul conto dello stesso presso il tesoriere proprio. Il nominativo del tesoriere e le coordinate bancarie per l'effettuazione del suddetto bonifico sono indicati nell'Allegato A: il Cliente si impegna a comunicare tempestivamente alla Banca le eventuali variazioni;

quanto alle somme dovute alla Banca, il Cliente si impegna ad emettere un mandato di pagamento sul proprio tesoriere, autorizzando fin d'ora l'utilizzo della anticipazione di tesoreria in caso di insufficienza delle relative disponibilità. A tal fine il Cliente si impegna a richiedere al proprio tesoriere ed a rendere disponibile, ove necessario, l'anzidetta linea di credito.

Come precisato, qualora le date dei pagamenti relativi al Contratto e denominati nella medesima divisa siano coincidenti, la Banca provvederà ad accreditare o ad addebitare il solo differenziale, convenendosi, per quanto occorrer possa, espressamente la compensazione di tali obbligazioni.

Anche nel caso in cui fosse prevista la consegna materiale di somme, si effettuerà la consegna del solo differenziale.

Qualora qualsiasi importo dovuto in base al Contratto sia assoggettato a imposte, tasse, ritenute, oneri, spese di qualsiasi natura, l'importo dovrà in ogni caso essere aumentato in misura tale che, una volta dedotte le imposte, le tasse, le ritenute, gli oneri o le spese, l'importo effettivamente pagato risulti pari a quello contrattualmente dovuto.

In ogni caso la Banca è comunque autorizzata a trattenere gli importi a debito del Cliente da ogni eventuale somma disponibile per il Cliente presso la Banca stessa nonché ad addebitare, per pari importo, ogni conto o deposito in genere eventualmente intrattenuto dal Cliente presso la Banca, ferma comunque la facoltà di richiedere la risoluzione del Contratto ed il risarcimento degli ulteriori danni eventualmente subiti.

Art. 5 – Interessi di mora, commissioni e spese

Qualora il pagamento degli importi dovuti ai sensi del Contratto non fosse effettuato alla relativa Scadenza Periodica o Finale, a partire da tale data e senza necessità di previa costituzione in mora, sui suddetti importi decorreranno interessi moratori in misura pari all'Euribor a 3 mesi maggiorato di un punto percentuale p.a. calcolato sulla base di un anno di 360 giorni, così come rilevato, da FBE/ACI sulla piazza di Francoforte e pubblicato sulla pagina ATIA01 circuito Reuters, il secondo Giorno Lavorativo antecedente la data in cui si è verificato l'inadempimento.

Qualsivoglia onere per imposte, tasse, diritti e ritenute che dovesse essere applicato in relazione al Contratto rimarrà a carico del Cliente, salvo quanto inderogabilmente stabilito dalla normativa tempo per tempo vigente.

Art. 6 - Obblighi Informativi

La Banca ha diritto - all'inizio dell'operatività e comunque fino alla totale estinzione da parte del Cliente di ogni sua posizione debitoria - a richiedere ed ottenere dal Cliente stesso ogni informazione di natura finanziaria ed economica ritenuta opportuna.

Art. 7 – Condizione risolutiva

Costituisce condizione risolutiva del Contratto il verificarsi di una delle seguenti ipotesi:

- a) inadempimento, da parte del Cliente, dell'obbligo di pagare somme dovute in base a contratti di finanziamento di qualsiasi tipo, e di garanzia prestate a terzi nonché in base a contratti analoghi al presente;
 - b) verificarsi in capo al Cliente di una delle ipotesi previste dall'art. 1186 c.c.;
 - c) cessione dei beni operata dal Cliente a favore dei creditori;
 - d) assoggettamento dei beni del Cliente a qualsiasi procedura esecutiva;
 - e) verificarsi di qualsiasi evento diverso da quelli di cui alle lettere precedenti che possano modificare in senso negativo la situazione del Cliente sotto il profilo legale, patrimoniale, economico e finanziario in modo tale da porre in evidente pericolo l'adempimento degli obblighi a carico del Cliente ai sensi del Contratto;
 - f) rifiuto da parte del Cliente di fornire le informazioni di natura finanziaria ed economica richieste dalla Banca.
 - g) il trovarsi il Cliente in condizioni strutturalmente deficitarie ai sensi dell'art. 242 del D.Lgs. 267/2000.
- La condizione risolutiva di cui al presente articolo non opererà automaticamente, bensì solo qualora la Banca intenda avvalersene, dandone comunicazione al Cliente per iscritto a mezzo fax, lettera semplice o raccomandata a.r.

Art. 8 - Clausola risolutiva espressa

In caso di mancato pagamento alla relativa scadenza in tutto o in parte di qualsiasi importo dovuto dal Cliente ai sensi del Contratto, la Banca avrà la facoltà di chiederne la risoluzione ai sensi dell'art. 1456 cod. civ. per iscritto a mezzo fax, lettera semplice o raccomandata a.r..

Il Contratto si intenderà automaticamente risolto alla data della deliberazione da parte del Cliente ai sensi dell'art. 246 del D.Lgs. 267/2000, recante la formale ed esplicita dichiarazione di dissesto finanziario nelle ipotesi di cui all'art. 244 del D.Lgs. 267/2000, senza necessità di formalità di sorta a carico della Banca.

Art. 9 - Effetti della risoluzione

In una qualsiasi delle ipotesi di risoluzione ai sensi del Contratto il Cliente dovrà corrispondere alla Banca un importo pari agli eventuali Costi di Sostituzione sostenuti dalla Banca per la conclusione di operazioni effettuate in sostituzione di quella oggetto del Contratto risolto.

La quantificazione dei Costi di Sostituzione sarà determinata dalla Banca sulla base delle condizioni praticate da controparti di mercato su operazioni sostitutive di quella oggetto del Contratto e aventi uguali caratteristiche quanto a vita residua e struttura finanziaria, tenuto conto dei valori dei parametri finanziari di riferimento alla data di risoluzione e della durata residua dell'operazione oggetto del Contratto risolto.

I Costi di Sostituzione saranno tempestivamente comunicati dalla Banca al Cliente con le modalità indicate nel presente Contratto per le comunicazioni tra Banca e Cliente.

Art. 10 - Inapplicabilità della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta

Il Cliente dichiara di essere a conoscenza del fatto che il valore di mercato del presente Contratto è soggetto a notevoli variazioni e che pertanto la sottoscrizione dello stesso comporta l'assunzione di un elevato rischio di perdite, preventivamente non quantificabili, non sussistendo, dunque, alcuna garanzia al riguardo.

Per quanto sopra riconosce, *ad abundantiam*, di essere tenute ad adempiere agli obblighi che ne derivano senza poter invocare l'eccezione di eccessiva onerosità ai sensi dell'art. 1467 ss. c.c. , rinunciando in ogni caso, e per quanto occorrer possa, ad invocare detta causa di risoluzione anche qualora l'entità degli importi dovuti risulti influenzata da eventi straordinari o imprevedibili.

Art. 11 - Divieto di cessione

Il Contratto ed i diritti e gli obblighi che ne derivano non potranno essere ceduti senza il preventivo consenso scritto dell'altra parte.

Art. 12 - Comunicazioni

Le comunicazioni ai sensi del Contratto devono essere inviate a mezzo fax, lettera semplice o raccomandata con avviso di ricevimento agli indirizzi sopra indicati. Le comunicazioni saranno valide ed efficaci tra le Parti qualora siano inviate all'ultimo domicilio comunicato per iscritto da ciascuna parte.

Ogni variazione del proprio indirizzo, numero telefonico ovvero di fax deve essere comunicata alla controparte a mezzo lettera raccomandata con avviso di ricevimento e tale variazione ha efficacia dalla data di ricevimento della comunicazione stessa.

Art. 13 - Disposizioni Varie

L'omesso o ritardato esercizio di qualsiasi diritto derivante dal Contratto non potrà essere interpretato come rinuncia a tali diritti, ne' impedire il loro successivo esercizio.

Le Parti possono convenire la prestazione di margini di garanzia o di altre garanzie indicandole nell'Allegato A o in atti a parte.

Art.14 - Modifiche al presente Contratto

Anche ai sensi dell'art. 30, comma 2 lett. b), del Regolamento approvato dalla CONSOB con delibera n. 11522 del 1° luglio 1998 e successive modifiche ed integrazioni, la Banca si riserva la facoltà di modificare le norme del Contratto mediante comunicazione a mezzo di lettera raccomandata a.r. indirizzata al Cliente nella quale siano indicate dette modifiche e la data di decorrenza delle stesse.

le comunicazioni relative saranno validamente effettuate mediante comunicazione scritta all'ultimo indirizzo indicato dal Cliente e s'intenderanno accettate dal Cliente ove lo stesso non abbia esercitato per iscritto, entro il termine di quindici giorni dal ricevimento della comunicazione, il diritto di recedere dal rapporto.

Art. 15 - Legge applicabile

Il Contratto e le obbligazioni che ne derivano sono regolati dalla legge italiana.

Art. 16 - Determinazione del Foro competente

Il Foro esclusivamente competente per ogni controversia inerente e/o comunque connessa al Contratto è quello del luogo dove ha sede la dipendenza della Banca indicata nel presente Contratto.

Tuttavia alla Banca è espressamente riconosciuta la facoltà di adire _____, luogo in cui la stessa ha la propria Sede Legale.

Dichiariamo di impegnarci all'osservanza dell'intero testo contrattuale ed in particolare di approvare specificamente, per quanto di nostra competenza, ai sensi e per gli effetti dell'art. 1341 comma 2° Cod. Civ., le seguenti clausole:

Art. 4 (Efficacia probatoria delle comunicazioni della Banca; diritto di addebito da parte della Banca);

Art. 5 (Interessi di Mora, commissioni e spese);

Art. 7 (Condizione risolutiva)

Art. 8 (Clausola risolutiva espressa)

Art. 9 (Effetti della Risoluzione; costi di sostituzione)

Art. 10 (Inapplicabilità della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta)

Art. 14 (Modifiche)

Art. 16 (Foro competente)

| | |
|--|--|
| ALLEGATO A | |
| Importo di Riferimento: | € 3.520.491,90 |
| Importi di Riferimento Successivi: | VEDI PIANO AMMORTAMENTO ALLEGATO B |
| Tipologia Swap: | Amortizing |
| Data Negoziazione: | 13/10/2004 |
| Data Iniziale: | 30 giugno 2004 |
| Scadenza Finale: | 31 dicembre 2018 |
| Periodo del Parametro A: | ciascun Periodo della durata di sei mesi decorrenti dal 30 giugno 2004 al 31 dicembre 2018 |
| Scadenze periodiche del Parametro A: | il 30 giugno ed il 31 dicembre di ciascun Periodo <i>Unadjusted</i> |
| Importo Periodico Parametro A: | L'importo risultante dalla voce "interessi ex ante" come da piano d'ammortamento di cui all'ALLEGATO B INOLTRE sul piano di ammortamento ALLEGATO C) ex rinegoziazione con CDDPP (parte integrante del piano di ammortamento ALLEGATO B di cui sopra) se l'Euribor 6 mesi, calcolato come media aritmetica del tasso Euribor a 6 mesi, rilevato sulla pagina Telerate 3740 nei giorni del mese che precede di un mese la data di inizio del semestre di riferimento e cioè mese di Maggio per i semestri che decorrono dal 30/06 e mese di Novembre per i semestri che decorrono dal 31/12, venisse fissato ad un livello superiore al 5,50%, il differenziale tra Euribor 6 mesi 5,30 bp e 5,50%; |
| Debitore Parametro A : | |
| Periodo del Tasso Parametro B: | ciascun periodo della durata di sei mesi decorrenti dal 30 giugno 2004 al 31 dicembre 2018 |
| Scadenze periodiche del Tasso Parametro B: | 30 giugno ; 31 dicembre <i>Unadjusted</i> di ciascun anno di durata del contratto |
| Tasso Parametro B /base tasso: | (I) Tasso Euribor 6 mesi maggiorato dello spread di 204 punti base p.a. (base di calcolo Act/360) dal semestre in scadenza il 31/12/2004 (fixing valuta 30/06/2004 tasso euribor 6 mesi già fissato pari a 2,185%) al semestre in scadenza il 31/12/2018 (fixing valuta 30/06/2018) (II) 6,00% (strike cap) maggiorato dello spread di 204 punti base p.a. (base di calcolo Act/360) se, con riferimento a ciascun Periodo del Tasso Parametro B, il relativo Tasso Euribor 6 mesi risulti <u>superiore</u> al: 6,00% |
| Debitore Tasso Parametro B: | Comune |
| Euribor 6 mesi/Base Tasso: | EURIBOR 6 mesi rilevato per la valuta di partenza: all'inizio di ogni periodo del Tasso Parametro B, base di calcolo giorni effettivi/360. Per EURIBOR 6 mesi si intende il dato rilevato da FBE/ACI sulla piazza di Francoforte pubblicato giornalmente sulla pagina ATICFOREX06 del circuito Reuters. |

| | |
|--|---|
| Giorni lavorativi: | Per giorno lavorativo bancario ai fini dei pagamenti s'intende qualsiasi giorno lavorativo bancario sulla piazza di Milano. Per giorno lavorativo bancario ai fini del fixing s'intende qualsiasi giorno lavorativo bancario valido per il sistema TARGET. |
| Scadenze periodiche Euribor 6 mesi: | 30 giugno ; 31 dicembre secondo Modified Following Business Day Convention |
| Clausola di Recesso: | <p>Il Comune di _____ può in ogni momento estinguere anticipatamente l'operazione di swap senza alcuna penale ed alcun onere; lo smobilizzo dell'operazione (unwinding) avverrà con il versamento del netto ricavo del valore dello swap; questo sarà calcolato in base sia alla curva dei tassi che a quella di volatilità vigenti sul mercato al momento dell'estinzione .</p> <p>Il netto ricavo potrà essere - a seconda delle condizioni di mercato - a favore o a sfavore del Comune di _____</p> |
| Banca Tesoriera: Conto Corrente ordinario intestato al CLIENTE: CAB : ABI : | |

ALLEGATO B**PIANO D'AMMORTAMENTO**

| Scadenze | Q. capitale | Interesse | Residuo |
|------------|--------------|--------------|--------------|
| 30/06/2004 | | | 3,520,491.90 |
| 31/12/2004 | 141,677.34 | 99,665.21 | 3,920,404.84 |
| 30/06/2005 | 141,378.17 | 106,733.72 | 3,779,026.67 |
| 31/12/2005 | 145,575.32 | 102,536.57 | 3,633,451.35 |
| 30/06/2006 | 143,640.97 | 98,212.35 | 3,489,810.38 |
| 31/12/2006 | 147,892.62 | 93,960.70 | 3,341,917.76 |
| 30/06/2007 | 107,248.11 | 89,580.67 | 3,234,669.65 |
| 31/12/2007 | 110,297.03 | 86,531.75 | 3,124,372.62 |
| 30/06/2008 | 113,434.69 | 83,394.09 | 3,010,937.93 |
| 31/12/2008 | 116,663.74 | 80,165.04 | 2,894,274.19 |
| 30/06/2009 | 82,542.61 | 76,841.91 | 2,811,731.58 |
| 31/12/2009 | 84,745.64 | 74,638.88 | 2,726,985.94 |
| 30/06/2010 | 87,008.94 | 72,375.58 | 2,639,977.00 |
| 31/12/2010 | 89,334.11 | 70,050.41 | 2,550,642.89 |
| 30/06/2011 | 91,722.91 | 67,661.61 | 2,458,919.98 |
| 31/12/2011 | 94,177.14 | 65,207.38 | 2,364,742.84 |
| 30/06/2012 | 96,698.56 | 62,685.96 | 2,268,044.28 |
| 31/12/2012 | 99,289.12 | 60,095.40 | 2,168,755.16 |
| 30/06/2013 | 101,950.75 | 57,433.77 | 2,066,804.41 |
| 31/12/2013 | 104,685.41 | 54,699.11 | 1,962,119.00 |
| 30/06/2014 | 107,495.15 | 51,889.37 | 1,854,623.85 |
| 31/12/2014 | 110,381.86 | 49,002.66 | 1,744,241.99 |
| 30/06/2015 | 81,054.10 | 46,036.10 | 1,663,187.89 |
| 31/12/2015 | 83,202.25 | 43,887.95 | 1,579,985.64 |
| 30/06/2016 | 81,794.28 | 41,682.33 | 1,498,191.36 |
| 31/12/2016 | 83,941.64 | 39,534.97 | 1,414,249.72 |
| 30/06/2017 | 86,145.93 | 37,330.68 | 1,328,103.79 |
| 31/12/2017 | 88,408.57 | 35,068.04 | 1,239,695.22 |
| 30/06/2018 | 84,088.51 | 32,745.28 | 1,155,606.71 |
| 31/12/2018 | 86,256.94 | 30,576.85 | 1,069,349.77 |
| | 2,992,732.41 | 1,910,224.34 | |

ALLEGATO C

PIANO D'AMMORTAMENTO

| Scadenze | Q. capitale | Interesse | Residuo |
|------------|-------------|------------|--------------|
| 30/06/2004 | | | 1,059,369.66 |
| 31/12/2004 | 9,334.52 | 29,132.67 | 1,050,035.14 |
| 30/06/2005 | 9,591.22 | 28,875.97 | 1,040,443.93 |
| 31/12/2005 | 9,854.97 | 28,612.21 | 1,030,588.95 |
| 30/06/2006 | 10,125.99 | 28,341.20 | 1,020,462.97 |
| 31/12/2006 | 10,404.45 | 28,062.73 | 1,010,058.52 |
| 30/06/2007 | 10,690.57 | 27,776.61 | 999,367.94 |
| 31/12/2007 | 10,984.56 | 27,482.62 | 988,383.38 |
| 30/06/2008 | 11,286.64 | 27,180.54 | 977,096.74 |
| 31/12/2008 | 11,597.02 | 26,870.16 | 965,499.72 |
| 30/06/2009 | 11,915.94 | 26,551.24 | 953,583.78 |
| 31/12/2009 | 12,243.63 | 26,223.55 | 941,340.15 |
| 30/06/2010 | 12,580.33 | 25,886.85 | 928,759.82 |
| 31/12/2010 | 12,926.29 | 25,540.90 | 915,833.53 |
| 30/06/2011 | 13,281.76 | 25,185.42 | 902,551.77 |
| 31/12/2011 | 13,647.01 | 24,820.17 | 888,904.76 |
| 30/06/2012 | 14,022.30 | 24,444.88 | 874,882.46 |
| 31/12/2012 | 14,407.91 | 24,059.27 | 860,474.55 |
| 30/06/2013 | 14,804.13 | 23,663.05 | 845,670.42 |
| 31/12/2013 | 15,211.25 | 23,255.94 | 830,459.17 |
| 30/06/2014 | 15,629.56 | 22,837.63 | 814,829.61 |
| 31/12/2014 | 16,059.37 | 22,407.81 | 798,770.25 |
| 30/06/2015 | 16,501.00 | 21,966.18 | 782,269.25 |
| 30/06/2016 | 17,421.03 | 21,046.15 | 747,893.43 |
| 31/12/2016 | 17,900.11 | 20,567.07 | 729,993.32 |
| 30/06/2017 | 18,392.37 | 20,074.82 | 711,600.95 |
| 31/12/2017 | 18,898.16 | 19,569.03 | 692,702.80 |
| 30/06/2018 | 19,417.86 | 19,049.33 | 673,284.94 |
| 31/12/2018 | 19,951.85 | 18,515.34 | 653,333.10 |
| | 406,036.56 | 709,511.73 | |

Senato della Repubblica
6^a Commissione *Finanze e tesoro*

*Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di
finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche
Amministrazioni*

*Audizione del Direttore Generale della Consob
Dott. Antonio Rosati*

18 marzo 2009

Premessa

A nome della Consob desidero innanzitutto ringraziare il Presidente e la Commissione tutta per l'invito formulato all'Istituto a partecipare alla odierna audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti finanziari derivati nelle pubbliche amministrazioni.

L'intervento passerà in rassegna la complessa normativa vigente in materia di sottoscrizione di strumenti derivati da parte degli Enti territoriali sotto il triplice aspetto delle regole di finanza pubblica che sovrintendono il settore, delle regole di vigilanza sul rispetto delle predette regole di finanza pubblica e delle regole inerenti l'attività di collocamento da parte degli intermediari.

Prima di procedere nell'esposizione si ritiene opportuno compiere alcune precisazioni utili alla più facile comprensione di quello che verrà in seguito detto in tema di derivati *over the counter* o "OTC" e, nell'ambito di tale categoria, dei cosiddetti *interest rate swap* o "IRS". Questi ultimi, in particolare, sono contratti bilaterali, negoziati al di fuori dei mercati regolamentati, utilizzabili per gestire il rischio di tasso di interesse (anche se *swap* possono essere costruiti anche sulle valute).

La forma tipica di tale contratto, detta *plain vanilla*, prevede lo scambio tra le parti e per un certo periodo di tempo, di flussi periodici di interessi entrambi calcolati su di un importo monetario di riferimento (cosiddetto "valore nozionale" del derivato); in sostanza una parte cede all'altra un flusso di interessi a tasso fisso e riceve in cambio un flusso di interessi a tasso variabile. Questo tipo di contratto consente di trasformare una passività a tasso variabile in una a tasso fisso, o viceversa.

Un contratto *plain vanilla* può essere *par* o *non par*. I contratti *par* sono strutturati in modo tale che le prestazioni delle due controparti sono agganciate al

livello dei tassi di interesse corrente al momento della stipula del contratto; a tale data il contratto ha quindi un valore di mercato nullo per entrambe le controparti. I contratti *non par*, invece, presentano al momento della stipula un valore di mercato negativo per una delle due controparti, poiché uno dei due flussi di pagamento non riflette il livello dei tassi di mercato. In generale, i termini finanziari della transazione vengono riequilibrati attraverso il pagamento di una somma di denaro alla controparte che accetta condizioni più penalizzanti pur di incassare la somma di denaro; tale pagamento, che dovrebbe essere pari al valore di mercato negativo del contratto, prende il nome di *up front*.

I contratti di *interest rate swap* possono presentare clausole aggiuntive che li rendono molto più complessi rispetto a quelli *plain vanilla* (e vengono denominati solitamente "esotici"); in tali casi la determinazione dei flussi di cassa dipende da condizioni che si potranno verificare in momenti successivi alla stipula del contratto o da formule matematiche complesse. Ad esempio, nel caso dei contratti con strutture cosiddette *collar*, una delle due controparti paga il tasso variabile solo se esso rimane entro un determinato "corridoio", definito da un tetto (cosiddetto *cap*) e da un valore minimo (cosiddetto *floor*). Anche tali contratti "esotici" possono essere *par* o *non par*.

Una indagine conoscitiva condotta nel 2004 dalla Consob aveva evidenziato che già allora erano molto diffusi contratti con valore di mercato negativo per gli Enti locali (circa il 70% dei contratti era in perdita), anche se non era chiaro in che misura ciò derivasse da rinegoziazioni di precedenti contratti o piuttosto da nuovi contratti *non par* che prevedevano l'incasso di una somma *up front* per gli Enti.

In sostanza, le operazioni di rinegoziazione dei contratti derivati, a seguito di operazioni di ristrutturazione del debito, prevedono già in partenza condizioni di sfavore per gli Enti o implicano l'assunzione di rischi aggiuntivi che fanno sì che la probabilità che gli Enti stessi possano effettivamente beneficiare da tali contratti, in termini di protezione dal rischio di tasso di interesse, rimane assai remota.

1. Le regole della finanza pubblica che sovrintendono all'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali.

Uno dei principi più importanti contenuti nel Trattato di Maastricht del 1992 (così come integrato nel 1997 ad Amsterdam) è quello secondo il quale i singoli Stati membri hanno una piena discrezionalità nell'allocazione delle risorse interne, mentre gli stessi non hanno la disponibilità dei saldi complessivi della finanza pubblica.

Da questo principio generale sono discesi per l'Italia - così come per tutti i Paesi membri - due importanti corollari:

- a) dal 1992 il principio generale di sana gestione finanziaria (peraltro già presente nella carta Costituzionale agli articoli 81 e 97) non opera più soltanto come vincolo costituzionale, ma si eleva a vincolo comunitario per la stessa Repubblica italiana;
- b) nasce la necessità di apportare una modifica dell'assetto finanziario dello Stato e delle sue organizzazioni interne.

Per queste ragioni in quegli anni si avvertì in Italia la necessità di dotare l'ordinamento interno di un disegno unitario che coordinasse complessivamente la finanza pubblica ed al contempo garantisse il rispetto dei parametri stabiliti a livello comunitario.

Nacque così quel complesso di istituti che prende il nome di *Patto di Stabilità Interno*, avviato con la **Legge Finanziaria per il 1999** (L. 448/98), che impone la determinazione annuale del tetto di spesa che le diverse categorie di enti possono raggiungere nonché un coordinamento della finanza pubblica da parte dello Stato mediante la determinazione di appositi principi contenuti nel documento di programmazione economico-finanziaria.

Il processo di modifica dell'assetto finanziario dello Stato - determinato anche dal graduale decentramento amministrativo, dal rafforzamento del sistema delle autonomie e dalla riforma del titolo V (rubricato "*Le Regioni, le Provincie, i Comuni*") della Parte II della Costituzione - ha comportato un sensibile spostamento

dell'asse della finanza pubblica verso gli enti ad autonomia territoriale e la necessità che tutte le amministrazioni pubbliche, concorrendo agli obiettivi fissati a livello comunitario, adottino sistemi contabili uniformi e garantiscano la trasparenza e la verificabilità delle rispettive decisioni di entrata e di spesa.

In questo modo si è passati da un sistema di finanza pubblica *derivata* ad un sistema di finanza pubblica *decentrata*.

Un primo passo in questo senso si era in realtà già realizzato nel 1994 con l'apertura del credito privato alle amministrazioni locali.

L'art. 35 della **Legge Finanziaria per il 1995** (L. 724/1994) consentì agli Enti territoriali di emettere prestiti obbligazionari ed eliminò il regime di monopolio della Cassa Depositi e Prestiti nell'esercizio del credito a favore di Regioni, Province e Comuni.

[Si ricorda qui incidentalmente che in precedenza l'assetto finanziario italiano si basava sulla centralizzazione della programmazione e della raccolta delle risorse, associata a trasferimenti statali con vincolo di destinazione a favore degli Enti locali. Era fortemente centralizzato anche l'indebitamento delle amministrazioni pubbliche (prevalentemente a tasso fisso e a medio-lungo termine) attraverso la funzione di intermediazione finanziaria svolta dallo Stato, in particolare dalla Cassa Depositi e Prestiti e dal Crediop.]

Già a partire dal 1996 (ossia con la legge 20 dicembre 1995, n. 539 e il DM 5 luglio 1996, n. 420) è stato consentito agli Enti territoriali di effettuare operazioni di *swap* su tassi di cambio (obbligatori per i debiti in valuta), mentre è stata esclusa la facoltà di porre in essere operazioni in derivati che modificavano la struttura del debito. La *ratio* di tali *disposizioni* rispondeva fundamentalmente alla preoccupazione di evitare che gli strumenti derivati fossero utilizzati per rinviare agli esercizi futuri gli oneri relativi al servizio del debito.

Ma è solo dal 2000, proprio in ragione della progressiva riduzione dei trasferimenti, che lo Stato ha consentito agli Enti locali di accedere direttamente al mercato dei capitali anche mediante l'emissione di prestiti obbligazionari ed ha

dettato una disciplina generale in materia di salvaguardia degli equilibri di bilancio degli enti locali contenuta nel Testo Unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali (D. Lgs. 18 agosto 2000, n. 267).

E' questo il quadro in cui deve essere inserito il tema generale della gestione del debito da parte delle Regioni e degli Enti territoriali nonché dell'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli stessi.

Nel 2003 (ossia col D.M. Economia 1 dicembre 2003, n. 389 e con la Circolare esplicativa dello stesso Ministero 27 maggio 2004, n. 128 che danno attuazione all'art. 41, comma 1, della **Legge Finanziaria per il 2002** – L. 448/2001) il Legislatore ha dettato per la prima volta una disciplina di finanza pubblica relativa alla conclusione di contratti derivati da parte degli Enti territoriali.

Con essa sono stati posti taluni vincoli all'operatività in derivati da parte degli Enti territoriali che qui si richiamano brevemente:

- l'utilizzo dei derivati viene consentito solo in relazione alla gestione delle effettive passività e, quindi per finalità esclusivamente di copertura dei rischi (è dunque esclusa qualsiasi finalità speculativa);
- è altresì consentito porre in essere operazioni di copertura del rischio di tasso di interesse solo di tipo cosiddetto plain vanilla, cioè secondo figure contrattuali standard esplicitamente individuate (*swap* di tasso di interesse, *forward rate agreement*, acquisto di "cap" e di "collar"). Viceversa viene vietato l'utilizzo di leve o moltiplicatori nel calcolo dei parametri per lo scambio di flussi finanziari (ad esempio lo scambio di 2 volte il tasso variabile contro due volte il tasso fisso, etc.);
- è possibile utilizzare derivati per effettuare operazioni di ristrutturazione del debito - cioè operazioni volte a cambiare il piano di ammortamento del debito - solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella della sottostante passività. Tali operazioni in derivati non devono però prevedere un flusso crescente di valori attuali, cioè un profilo di rimborso della passività in cui

l'onere della restituzione del capitale (e eventualmente anche degli interessi) è concentrato verso la scadenza della passività.

- le operazioni in strumenti derivati sono consentite solo in contropartita con intermediari aventi un rating pari almeno alla soglia dell'investment grade e, qualora l'operatività in derivati arrivi a superare i 100 milioni di euro, l'esposizione verso ogni intermediario non può superare il 25% dell'esposizione complessiva.

Successivamente con la **Legge Finanziaria per il 2007** (L. 296/2006), all'art. 1, commi da 736 a 740, il Legislatore ha ulteriormente specificato che gli Enti territoriali possono porre in essere operazioni di gestione del debito tramite l'utilizzo di strumenti derivati solamente "in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti", che le operazioni in derivati "devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato" e che, a partire dal 1° gennaio 2007, i contratti con cui gli Enti territoriali "pongono in essere le operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e le operazioni in strumenti derivati devono essere trasmessi, a cura degli enti contraenti, al Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro. Tale trasmissione, che deve avvenire prima della sottoscrizione dei contratti medesimi, è elemento costitutivo dell'efficacia degli stessi"¹.

A sua volta la **Legge Finanziaria per il 2008** (L. 244/2007), all'art. 1, commi da 381 a 384, ha previsto, tra l'altro, che gli strumenti finanziari, anche derivati, sottoscritti da Enti territoriali "devono recare le informazioni ed essere redatti secondo le indicazioni specificate in un decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, da emanare sentite la CONSOB e la Banca d'Italia. Il Ministero dell'Economia e delle Finanze verifica la conformità dei contratti al decreto".

La sanzione prevista in caso di mancato rispetto di questa regola consiste nella inefficacia del contratto oltre che nella comunicazione alla Corte dei Conti per

¹ Il contratto, pertanto, resta valido ma non produce i suoi effetti tra le parti.

l'adozione dei provvedimenti rientranti nella sua competenza.

Il **Decreto Legge 25 giugno 2008, n. 112** (v. art. 62) ha disposto l'emanazione di un regolamento da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la CONSOB, teso ad individuare *“la tipologia degli strumenti finanziari derivati”* che gli Enti possono stipulare e a stabilire *“i criteri e le condizioni per la conclusione delle relative operazioni”*. Contestualmente, il comma 1 dello stesso articolo ha fatto espresso divieto agli Enti territoriali di *“stipulare fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 2, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dall'articolo 1, comma 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nonché di ricorrere all'indebitamento attraverso contratti che non prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento comprensive di capitale e interessi”* e *“comunque per il periodo di un anno decorrente dalla data di entrata in vigore del presente decreto”*.

Da ultimo, infine, è nuovamente intervenuta sulla materia la **Legge Finanziaria per il 2009** (L. 203/2008) che, all'art. 3, ha riformulato il disposto dell'art. 62 del D.L. n. 112/2008, stabilendo, tra l'altro, che:

- il Ministero dell'Economia e delle Finanze – attraverso uno o più regolamenti da emanare sentite la Consob e la Banca d'Italia – *“individua la tipologia dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dall'art. 1, comma 3 del TUF che gli Enti (incluse le regioni) possono concludere e indica le componenti derivate, implicite o esplicite, che gli stessi Enti hanno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento”*;
- *“al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati nonché delle clausole relative alle predette componenti derivate, la medesima regolamentazione individua anche le informazioni, rese in lingua italiana, che gli stessi devono contenere”*;
- la nullità dei contratti stipulati in violazione delle disposizioni contenute nell'emananda regolamentazione può essere fatta valere solo dall'Ente;
- agli Enti *“è fatto divieto di stipulare fino all'entrata in vigore della suddetta*

regolamentazione, e comunque per il periodo minimo di un anno decorrente dall'entrata in vigore del citato decreto-legge, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati”;

- le precedenti disposizioni relative all'utilizzo degli strumenti derivati da parte degli Enti territoriali “*sono abrogate dalla data di entrata in vigore della suddetta regolamentazione*”.

2. Il sistema di vigilanza sul rispetto delle norme di contabilità pubblica relative alla sottoscrizione di strumenti derivati da parte di Enti territoriali.

L'accesso al mercato dei capitali da parte degli Enti territoriali è sottoposto ad un articolato sistema di vigilanza che si compone di **controlli interni**, demandati all'Organo Consiliare e al Collegio dei Revisori, e di **controlli esterni**, demandati al Ministero dell'Economia e delle Finanze e alla Corte dei Conti.

All'interno di ciascun **Ente territoriale** la competenza generale a decidere gli equilibri di bilancio nonché l'accesso o meno al mercato dei capitali spetta, in base al Testo Unico delle leggi sull'ordinamento degli Enti territoriali, all'**Organo Consiliare** (Consiglio comunale, provinciale, regionale, delle città metropolitane, ecc.).

Inoltre il soggetto competente per l'Ente che sottoscrive un contratto relativo a strumenti finanziari derivati o un contratto di finanziamento che include una componente derivata, deve attestare "*per iscritto di avere preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi*" (cfr. art. 62, comma 4, D.L. n. 112 del 2008 così come modificato dall'art. 3, comma 1 della Legge Finanziaria per il 2009).

Al **Collegio dei Revisori**, organo dell'Ente nominato per tre anni dallo stesso Consiglio, è attribuito il compito di vigilare "*sulla regolarità contabile, finanziaria ed economica della gestione*" dell'Ente (art. 239, comma 1, lett. c, del Testo Unico Enti territoriali).

Gli Enti, infine, devono allegare al bilancio di previsione e al bilancio consuntivo una nota informativa che evidenzia gli oneri e gli impegni finanziari, rispettivamente stimati e sostenuti, derivanti da tali contratti (cfr. art. 62, comma 8, cit.).

Nell'ambito della liberalizzazione dell'accesso al mercato da parte degli Enti territoriali, per operazioni di finanziamento degli stessi, al **Ministero dell'Economia**

e delle Finanze è stata attribuita la responsabilità del coordinamento dell’“accesso ai mercati dei capitali” degli Enti territoriali (art. 41, L. 448/2001).

Per questa ragione il Ministero dell’Economia e delle Finanze svolge innanzi tutto una funzione di monitoraggio costante del livello e della tipologia dei finanziamenti stipulati dagli Enti, nonché delle operazioni su derivati relative ai finanziamenti stessi.

Gli Enti, peraltro, sono tenuti a comunicare *“periodicamente allo stesso Ministero i dati relativi alla propria situazione finanziaria”*. [Come ha precisato il D.M. 1° dicembre 2003, n. 389 gli Enti territoriali devono comunicare entro il giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre di ogni anno al Dipartimento del Tesoro del Ministero dell’Economia e delle Finanze i dati relativi, tra l’altro, alle operazioni derivate concluse e ai titoli obbligazionari emessi nonché alle operazioni di cartolarizzazione concluse.]

L’art. 1, comma 737, della Legge Finanziaria per il 2007 ha stabilito che i contratti con cui gli Enti territoriali *“pongono in essere le operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e le operazioni in strumenti derivati devono essere trasmessi, a cura dei contraenti, al Ministero dell’Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro. Tale trasmissione, che deve avvenire prima della sottoscrizione dei contratti medesimi, è elemento costitutivo dell’efficacia degli stessi”*.

Il Ministero dell’Economia, infine, è ora tenuto a trasmettere mensilmente alla Corte dei conti copia della documentazione ricevuta in relazione ai contratti relativi agli strumenti finanziari derivati sottoscritti dagli Enti territoriali (cfr. art. 62 comma 7 D.L. n. 112 del 2008 così come modificato dall’art. 3, comma 1 della Legge Finanziaria per il 2009).

La **Corte dei Conti** ha il compito di verificare, al fine del coordinamento della finanza pubblica, il rispetto degli equilibri di bilancio da parte delle Regioni e di altri enti, in relazione al Patto di Stabilità Interno e ai vincoli derivanti dall’appartenenza dell’Italia all’Unione europea (art. 7, comma 7, legge 5 giugno 2003, n. 131) nonché

di assicurare la sana gestione finanziaria degli Enti territoriali (art. 1, comma 168, Legge 23 dicembre 2005, n. 266 – Legge Finanziaria per il 2006).

Alla Corte, infine, vengono comunicate dal Ministero dell'Economia - *"per l'adozione dei provvedimenti di sua competenza"* - le operazioni poste in essere in violazione delle regole fissate dai commi 382 e 383 dell'art. 1 della Finanziaria per il 2008.

La Consob non ha alcuna specifica competenza istituzionale in materia di controllo della finanza pubblica.

3. Le regole in materia di collocamento di strumenti derivati OTC a Enti territoriali da parte degli intermediari: inquadramento generale.

I derivati sottoscritti dagli Enti Locali sono contratti che, essendo confezionati 'su misura' per i singoli Enti, si caratterizzano per un basso livello di standardizzazione e per il fatto di essere conclusi 'fuori mercato' (*Over the Counter - OTC*).

Pertanto, diversamente da quanto accade per i derivati che vengono emessi in serie e con caratteristiche standardizzate, i derivati OTC non sono destinati alla circolazione e non hanno prezzi di riferimento generati in mercati secondari liquidi.

Più in generale, si può affermare che, proprio per questa loro caratteristica, gli stessi risultano privi di quelle tutele e garanzie che l'ordinamento ha riservato ai contratti standardizzati.

Tra queste tutele - che mancano per i derivati OTC e che invece l'ordinamento impone in relazione ai prodotti derivati trattati sui mercati regolamentati - vale la pena menzionare quella connessa all'esistenza di una controparte centrale che garantisce il buon fine delle operazioni e che rappresenta, in sostanza, un meccanismo pubblico e trasparente di valorizzazione giornaliera del valore di mercato dei prodotti (cosiddetto *marking to market*). Nei contratti derivati OTC, pertanto, gli operatori si assumono in proprio il "rischio di controparte".

Per i prodotti derivati OTC, inoltre, non sono previsti strumenti e modalità di verifica "preventiva" dei contratti all'atto della loro ingegnerizzazione o della loro commercializzazione da parte degli intermediari.

Per essi non trova applicazione la disciplina dell'"appello al pubblico risparmio" ed in particolare la disciplina del prospetto informativo, in considerazione del fatto che, come già accennato, i derivati OTC sono commercializzati secondo tempi ed oggetti "disegnati su misura" del singolo cliente (e dei rischi a cui copertura il derivato dovrebbe tendere).

Non si realizzano pertanto le condizioni di un'offerta standardizzata al pubblico che costituiscono il presupposto per l'operare della "*disciplina del prospetto*".

L'attività degli intermediari (banche o imprese di investimento) nel collocamento di strumenti derivati *over the counter* (OTC) agli Enti territoriali è principalmente riconducibile alla **prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio**, con assunzione diretta di posizioni nei confronti della clientela. [E' infatti molto raro che gli intermediari operino nell'ambito dei servizi di 'negoziazione per conto terzi' e 'ricezione e trasmissione di ordini', ossia facendo eseguire l'ordine all'interno del gruppo di riferimento mediante il conferimento di un mandato *ad hoc* all'operatore *captive* specializzato.]

La prestazione di tale servizio di investimento nei confronti del pubblico è disciplinata in via generale dalle norme del Testo unico della finanza (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni) e sottoposta alle regole di vigilanza italiana solamente nei casi in cui l'intermediario abbia ricercato i propri clienti in Italia mediante attività promozionali, pubblicitarie, indirizzando la propria attività a clientela italiana (ad esempio *via internet* ecc.).

Viceversa qualora un cliente italiano (nel nostro caso un Ente locale) prenda, di propria iniziativa, contatti con un intermediario residente in uno Stato estero (comunitario o non comunitario), le regole di condotta applicabili (e la relativa vigilanza) sono quelle vigenti in tale Stato estero. In questi casi l'attività fuoriesce dall'ambito della giurisdizione italiana.

In base all'accennato "principio di territorialità", qualora un intermediario ricerchi i propri clienti in Italia, si applicheranno le regole e la vigilanza italiani, con una sola, ma rilevante eccezione introdotta dalla direttiva n. 2004/39/CE (Direttiva MiFID): gli intermediari comunitari operanti *cross border* in regime di "libera prestazione di servizi", ossia senza stabilire una succursale nel Paese ospitante, sono soggetti alla disciplina ed alla vigilanza del proprio Paese di origine. Così un intermediario inglese che operasse in libera prestazione in Italia contattando clienti italiani rimarrebbe soggetto alla disciplina (di derivazione comunitaria) ed alla

vigilanza del Paese d'origine.

Resta invece sottoposto alla vigilanza del Paese ospitante (nell'esempio l'Italia) il rispetto delle regole di condotta da parte degli intermediari comunitari operanti per il tramite di una succursale.

Il TUF stabilisce che, indipendentemente dalla natura dell'investitore, gli intermediari autorizzati devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati.

In termini quantitativi il dato concernente casi di "iniziativa del cliente" - ente locale che conclude un derivato con un intermediario estero o che è contattato da banche o imprese di investimento comunitarie (di norma inglesi) operanti in libera prestazione di servizi appare significativo, e tale da coprire circa i 2/3 dei contratti derivati attualmente in essere.

4. L'attività svolta dalla CONSOB

4.1 L'attività di vigilanza

Dopo l'indagine conoscitiva svolta dalla Consob nel 2004, la Commissione ha avviato specifiche azioni di vigilanza, esaminando in dettaglio l'operatività dei principali gruppi bancari nazionali operanti, sul mercato dei derivati OTC, con imprese non finanziarie ed Enti territoriali.

In particolare, la Commissione ha effettuato, anche in collaborazione con la Banca d'Italia, verifiche ispettive, al fine di indagare le modalità adottate dagli intermediari per la cosiddetta "ingegnerizzazione" dei prodotti derivati OTC e la loro "distribuzione" ai clienti non finanziari, con riguardo alle procedure organizzative, alle metodologie di classificazione della clientela e alle politiche di incentivazione del personale [come si è avuto modo di riferire già nell'audizione della Consob del 30.10.2007 presso la VI Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati].

Le verifiche condotte hanno messo in luce che i prodotti derivati OTC sono stati generalmente proposti alla clientela come strumenti di copertura. Tuttavia i processi e le prassi aziendali degli intermediari sono risultati non coerenti con tale politica commerciale. Si è spesso rilevata la mancanza di presidi che potessero garantire il rispetto dei requisiti minimi atti ad assicurare che le operazioni proposte alla clientela fossero effettivamente definibili di copertura. E' stato inoltre rilevato che i derivati erano sovente, per loro stessa costruzione, inadatti al soddisfacimento dei bisogni di copertura di aziende non finanziarie o di enti pubblici.

Gli accertamenti hanno confermato la circostanza per cui imprese ed Enti locali venivano quasi sempre classificati come operatori qualificati, in virtù della espressa dichiarazione di competenza ed esperienza in materia di investimenti finanziari rilasciata dai legali rappresentanti e quindi privi delle tutele riconosciute all'investitore *retail*.

Si è poi rilevato che in alcuni casi non erano presenti procedure aziendali atte a ricostruire a posteriori e a giustificare il *pricing* dei contratti stipulati con la clientela; negli accertamenti si è avuta evidenza che il prezzo dei contratti era spesso particolarmente vantaggioso per le banche. In sostanza, i derivati erano proposti alla clientela come contratti alla pari, o cosiddetti *par*, mentre in realtà presentavano un valore di mercato negativo per imprese ed Enti locali. L'evoluzione sfavorevole delle grandezze economiche di riferimento dei contratti ha in alcuni casi portato ad un sostanziale accrescimento delle perdite per i clienti.

A conclusione dell'indagine e degli accertamenti descritti, la Consob ha avviato e concluso procedimenti sanzionatori per la violazione della normativa di settore, con specifico riguardo alle procedure aziendali, risultate non idonee a garantire la ordinata, corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti derivati OTC. I procedimenti hanno riguardato sia carenze nella fase di "produzione" (procedure di ingegnerizzazione dei prodotti e di *pricing*, governo del processo produttivo da parte del vertice aziendale) sia nella fase "distributiva" (selezione della clientela, selezione delle operazioni e vigilanza degli addetti).

Più recenti iniziative di vigilanza hanno confermato la diffusione degli strumenti derivati OTC fra le imprese non finanziarie; si tratta, come già emerso nei precedenti accertamenti, di derivati acquisti per finalità di copertura ma in realtà molto complessi e sofisticati e spesso con una struttura di tipo *non par*. Di regola, tali contratti prevedevano un periodo iniziale (solitamente della durata di un anno) in cui l'impresa riceveva pagamenti dall'intermediario, ma successivamente, per effetto di complessi ulteriori derivati incorporati nel contratto di base, vi era una elevata probabilità di dovere corrispondere differenziali crescenti a vantaggio dell'intermediario.

Nella prospettiva dell'attuazione della MiFID la CONSOB ha avviato nel 2008 un'azione di monitoraggio anche sulle procedure dei maggiori gruppi bancari in materia di derivati OTC e strumenti finanziari illiquidi.

4.2 La collaborazione alla elaborazione della normativa

Alla Consob è stato richiesto dal Legislatore² di fornire al Ministero dell'Economia e delle Finanze la propria collaborazione (unitamente alla Banca d'Italia) nell'emanazione della normativa ministeriale di attuazione alla normativa primaria al fine di elevare i requisiti di trasparenza delle operazioni concluse dagli Enti territoriali e di favorire una maggiore consapevolezza nei responsabili degli Enti stessi circa i costi e i rischi connessi.

Gli uffici della Consob stanno collaborando da tempo, unitamente alla Banca d'Italia, con i competenti Uffici del Ministero dell'Economia per l'attuazione dell'art. 62 del D.L. n. 112/2008, convertito nella Legge n. 133/2008 (e, già in precedenza, per l'attuazione dell'art. 1, commi 381 e 382, della Legge Finanziaria per il 2008), con specifico riferimento alle informazioni che i contratti devono contenere e agli adempimenti connessi alla loro conclusione.

Nell'ambito di tali lavori la Consob, con il supporto della Banca d'Italia, ha proposto l'inserimento nei contratti relativi a strumenti finanziari derivati di informazioni concernenti i costi, anche impliciti, delle operazioni e i rischi ad esse

² L'art. 1, commi 381 e 382, della L. 24 dicembre 2007, n. 244 (Finanziaria per il 2008) prevede che i contratti di strumenti finanziari, anche derivati, sottoscritti da regioni ed enti locali "devono recare le informazioni ed essere redatti secondo le indicazioni specificate in un decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, da emanare sentite la CONSOB e la Banca d'Italia. Il Ministero dell'economia e delle finanze verifica la conformità dei contratti al decreto".

L'art. 62, comma 2, del D.L. 25 giugno 2008, n. 112 (convertito nella L. n. 133/2008) prevede che "il Ministero dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa, con regolamento (...) individua la tipologia degli strumenti finanziari derivati che (le Regioni e gli altri Enti territoriali) possono stipulare e stabilisce i criteri e le condizioni per la conclusione delle relative operazioni".

Infine, l'art. 3, comma 1, della L. 22 dicembre 2008, n. 203 (Finanziaria per il 2009), ha sostituito il citato articolo 62, comma 2, del D.L. n. 112/2008 con la seguente nuova norma "il Ministero dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa, con uno o più regolamenti (...) individua la tipologia dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dall'art. 1, comma 3, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, che (le Regioni e gli altri Enti territoriali) possono concludere, e indica le componenti derivate, implicite o esplicite, che gli stessi enti hanno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento. Al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati nonché delle clausole relative alle predette componenti derivate, il medesimo regolamento individua altresì le informazioni, rese in lingua italiana, che gli stessi devono contenere".

relativi, desunte dall'applicazione di un apposito approccio metodologico dettagliatamente illustrato in apposite istruzioni tecniche applicative (vedi allegato) e di cui si parlerà più a fondo in seguito.

Peraltro si segnala come alcune delle indicazioni della Consob sono già state fatte proprie dal Legislatore che nella Legge Finanziaria per il 2009 (L. 22 dicembre 2008, n. 203), all'articolo 3, comma 1, ha previsto espressamente che *“il Ministero dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa, con uno o più regolamenti (...) individua la tipologia dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dall'art. 1, comma 3, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, che (le Regioni e gli altri Enti territoriali) possono concludere, e indica le componenti derivate, implicite o esplicite, che gli stessi enti hanno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento. Al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati nonché delle clausole relative alle predette componenti derivate, il medesimo regolamento individua altresì le informazioni, rese in lingua italiana, che gli stessi devono contenere”*.

Torneremo più tardi su questi temi.

5. Le regole in materia di collocamento “dopo la MiFID”.

Le regole disciplinanti la prestazione dei servizi di investimento sono di fonte comunitaria. Dapprima la dir. n. 93/22/CEE si limitava a prescrivere un contenuto di "principio" delle regole armonizzate (armonizzazione minima); successivamente con la MiFID (dir. n. 2004/39/CE) e le relative misure di esecuzione comunitaria l'armonizzazione è divenuta ampia (se non massima).

E' principio perdurante quello per il quale il grado di pervasività delle regole di condotta è graduato in ragione della natura del cliente: se il cliente è *retail* (al dettaglio) più articolato e pervasivo è il quadro delle regole da rispettare; se il cliente è qualificato (o professionale secondo la nuova formulazione) la regola di condotta si ferma, di norma, ad uno standard di principio.

Nel quadro precedente la MiFID (e quindi **fino al 1° novembre 2007**) [non vi era una nozione comunitaria armonizzata di operatore qualificato o professionale³. Al fine operava una disposizione regolamentare della CONSOB] l'art. 31 del Regolamento n. 11522/1998), prevedeva che *"per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV...., nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante"*.

Anche nel precedente quadro di riferimento, pur dinnanzi a "clienti qualificati" avevano piena vigenza i "criteri generali" di condotta prescritti dall'ordinamento (art. 21, comma 1, del TUF), primo fra tutti il dovere, incombente sugli intermediari, di *"comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati"*.

³ La dir. n. 93/22/CEE (c.d. ISD), nel dettare regole di condotta generali cui gli Stati membri avrebbero dovuto ispirare i propri ordinamenti, si limitava a prevedere che tali regole dovevano "essere applicate in modo da tenere conto della natura professionale della persona cui è fornito il servizio" (art. 11, par. 1).

Gli intermediari erano comunque tenuti (ai sensi dell'art. 56 del Regolamento Consob n. 11522/1998) a dotarsi di meccanismi e criteri ("*procedure interne*") idonei a guidare la condotta dell'impresa verso gli obiettivi di correttezza e diligenza, a vigilare sui comportamenti degli addetti, e a ricostruire l'operatività posta in essere.

Non trovavano invece applicazione, dinnanzi ad un operatore qualificato, le specifiche regole "di dettaglio" dei menzionati criteri generali, quale ad es. quella che imponeva la valutazione di adeguatezza degli investimenti rispetto al profilo del cliente, o l'informativa allo stesso "*sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione*".

Con la MiFID (la cui disciplina di recepimento è entrata in vigore, come prescritto dalle disposizioni comunitarie, **dal 1° novembre 2007**) è stata prevista, in continuità con il precedente quadro comunitario, una graduazione delle norme applicabili in ragione della classificazione conferita ai clienti.

In particolare la MiFID distingue gli investitori, a motivo della loro professionalità, tra clienti al dettaglio (o *retail*), clienti professionali e controparti, definendo in modo articolato i meccanismi di classificazione e le relative conseguenze.

L'appartenenza all'una o all'altra categoria determina una diversa ampiezza delle tutele previste nell'ambito della prestazione di tutti o alcuni servizi di investimento; tali tutele, infatti, si graduano da quelle più ampie assicurate ai "clienti al dettaglio" fino alla disapplicazione di alcune importanti disposizioni per le "controparti qualificate"⁴. E' peraltro sempre possibile per ogni cliente richiedere un trattamento di maggior tutela rispetto a quello della categoria di appartenenza.

⁴ In breve gli intermediari nella relazione con gli investitori devono rispettare le seguenti regole:

- nella relazione con "controparti qualificate" gli intermediari non sono tenuti al rispetto delle regole di condotta, fatta eccezione, per i principi in materia di "conflitto di interessi" e di procedure ed organizzazione interna;
- nei confronti di "clienti professionali" siano essi "di diritto" o "su richiesta" gli intermediari sono tenuti al rispetto del nucleo generale della regola di condotta e non alle singole enunciazioni di dettaglio della stessa. Così, oltre al dovere di correttezza e trasparenza, gli intermediari, nella prestazione dei servizi di consulenza e di gestione di portafogli sono tenuti a valutare l'adeguatezza delle operazioni al profilo del cliente: tuttavia, in presenza di un cliente professionale, potranno presumere che lo stesso abbia la esperienza e la conoscenza adeguati all'operazione, e, nel caso di clienti professionali di diritto, che il cliente sia "finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento";

Più in dettaglio:

- con riferimento alle “controparti qualificate”, la direttiva fornisce un’elencazione dei soggetti appartenenti a tale categoria, conferendo agli Stati membri la possibilità di ampliare l’elenco;
- con riferimento ai “clienti professionali”, essi sono individuati come quei clienti che possiedono l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assumono. All’interno di tale categoria la direttiva compie una distinzione: da un lato vi sono quei soggetti che, per loro natura, si debbono ritenere professionali, ossia “professionali di diritto” (banche, imprese di investimento, compagnie di assicurazione; imprese di grandi dimensioni...), dall'altro i clienti che possono richiedere tale trattamento (“professionali su richiesta”). I soggetti appartenenti alla sotto-categoria dei “professionali di diritto” sono elencati dalla stessa direttiva; quanto ai “professionali su richiesta”, si tratta di soggetti che, non appartenendo alla precedente categoria, possono tuttavia chiedere in modo specifico di essere trattati come professionali. In questo caso, la classificazione come professionali è subordinata ad una effettiva valutazione, da parte dell'intermediario che presta il servizio, della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente⁵, con applicazione di una specifica procedura di classificazione.

-
- nei confronti di clienti "al dettaglio" o dinanzi a clienti professionali che chiedano di essere trattati come clienti "al dettaglio" si ha un'applicazione integrale delle regole di condotta che peraltro hanno subito (rispetto al quadro precedentemente vigente) una significativa rielaborazione per scelta del legislatore comunitario (così il dovere di informazione che l'intermediario deve rendere al cliente è, di norma, un'informazione sulla "tipologia" di strumento finanziario e non necessariamente sul "singolo" strumento finanziario; il dovere per l'operatore di conoscere il proprio cliente e di valutare l'idoneità delle scelte di investimento è articolato in ragione del servizio di investimento interessato: ampia e doverosa conoscenza del cliente, nei servizi di consulenza e di gestione di portafogli, e conseguente valutazione di adeguatezza; conoscenza del cliente limitata alla sua esperienza e conoscenza finanziaria, nella prestazione degli altri servizi di investimento, e conseguente valutazione di appropriatezza; nessuna conoscenza del cliente e nessuna valutazione da parte dell'intermediario, nel caso, alle condizioni previste, di prestazione dei servizi di negoziazione o di raccolta ordini in modalità "execution only").

⁵ A tale fine, la direttiva prevede l'effettuazione di uno specifico test di competenza, all'esito del quale dovrebbero essere soddisfatti almeno due dei seguenti criteri: significativa operatività, per frequenza e dimensione, del cliente (almeno 10 operazioni al trimestre nell'ultimo anno); valore degli strumenti finanziari e della liquidità detenuti non inferiore a 500.000 Euro; qualificata esperienza nel settore, per almeno un anno, del cliente interessato.

Per quanto qui di interesse, la direttiva menziona specifiche categorie di “*soggetti pubblici*” sia tra le “*controparti*” sia tra i clienti “*professionali di diritto*”.

La disciplina comunitaria descritta è in fase di avanzata trasposizione nell’ordinamento nazionale. Con specifico riferimento ai soggetti pubblici, la situazione nazionale è, allo stato, la seguente, come risultante dal decreto legislativo di recepimento (n. 164/2007), modificativo del Testo unico della Finanza:

- con riferimento alla categoria delle “controparti”, vi rientrano “*i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sopranazionali a carattere pubblico*” (art. 6, comma 2-*quater*, lett. d), n. 1, del TUF);
- con riferimento alla categoria dei “clienti professionali”, è previsto che il Ministro dell’Economia e delle Finanze, sentite la Banca d’Italia e la Consob, individui con regolamento “*i clienti professionali pubblici nonché i criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta*” (art. 6, comma 2-*sexies*, del TUF).

6. Prospettive attuali

La legge Finanziaria per il 2009 pur confermando il divieto di stipula di nuovi contratti per un anno, ha previsto la possibilità, non contemplata dalla precedente disciplina, di *“ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività alla quale il medesimo contratto è riferito, con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di ricopertura”*. Tale disposizione, in sostanza, attribuisce oggi agli Enti territoriali una nuova facoltà: quella di ridurre l'esposizione al rischio di tasso di interesse e, dunque, le perdite potenziali sulle posizioni in essere attraverso la rinegoziazione dei contratti.

E' opinione della Consob che in questo momento storico in cui i tassi di interesse hanno subito una forte riduzione ed in cui vi è stato un contestuale aumento della volatilità della curva dei tassi, la facoltà di rinegoziazione dei contratti vada valutata con particolare attenzione dagli Enti territoriali al fine di ridurre le eventuali perdite potenziali relative ai contratti stessi.

E' possibile, infatti, che in relazione alla struttura finanziaria delle singole operazioni di finanza derivata posta in essere dagli Enti territoriali e con particolare riferimento alle forme di indebitamento a tasso variabile, la posizione finanziaria degli Enti sia mutata sensibilmente in termini favorevoli agli Enti stessi.

Ne discende pertanto l'opportunità di effettuare quanto prima una ricognizione delle forme di indebitamento accese anche con l'utilizzo di contratti derivati da parte degli Enti territoriali.

Tuttavia affinché gli Enti possano avvalersi appieno di tale opportunità pare necessario che venga fornita loro una adeguata informazione sulle caratteristiche e sui rischi delle operazioni in essere e sulle modalità della rinegoziazione.

In allegato, vengono forniti due esempi, resi anonimi ma tratti dall'esperienza reale di rinegoziazione, al 2004 e al 2009, trattati secondo un approccio probabilistico, che mostrano la convenienza o meno da parte dell'Ente territoriale ad effettuare le rinegoziazioni.

* * * *

La Legge Finanziaria per il 2009 ha inoltre posto le condizioni per una revisione integrale della disciplina dei contratti derivati sottoscritti dagli Enti locali con riferimento sia alla tipologia dei contratti ammissibili sia ai contenuti dell'informativa di trasparenza che gli stessi devono riportare. In particolare l'art. 3, comma 1, ha precisato che *“il Ministero dell'Economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa (...) al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati (...) individua altresì le informazioni, rese in lingua italiana, che gli stessi devono contenere”*.

Questa norma fornisce la possibilità di introdurre nel nostro ordinamento una sorta di uniformazione della terminologia utilizzata nei contratti e di standardizzazione di diverse clausole al fine di una migliore e più rapida comprensione del contenuto dei contratti stessi (fermo restando il fatto che i contratti conclusi OTC tra singolo intermediario e singolo Ente territoriale non risulterebbero, nel loro insieme, standardizzati e il relativo contenuto sarebbe quindi sempre lasciato nella piena disponibilità delle parti).

Si è dell'avviso che i tempi siano maturi per introdurre regole e soluzioni metodologiche che consentano all'Ente territoriale, in prima battuta, e agli Organi di controllo, in sede di successiva verifica, di trovare con immediatezza nel contratto (e solo nel contratto) tutte quelle informazioni necessarie e sufficienti a farne comprendere la legittimità giuridica, la convenienza economica oltre che la correttezza del comportamento dell'intermediario che lo propone; informazioni che dovranno essere rese secondo una terminologia chiara, uniforme, generalmente condivisa e capace di individuare con semplicità ed oggettività i profili di rischio e onerosità del contratto.

Pertanto si ritiene – opinione già espressa nell'ambito dei lavori che si stanno svolgendo presso il Ministero dell'Economia per la redazione del regolamento ministeriale che dà attuazione all'art. 62 del D.L. n. 112/2008, convertito nella Legge

n. 133/2008⁶ - che, tra le informazioni da rendere nei contratti relativi a strumenti finanziari derivati, particolare importanza rivestano quelle concernenti i rendimenti, i costi (anche impliciti) delle operazioni e i rischi ad esse relativi.

Si è altresì dell'avviso che nel "*set informativo*" da fornire agli Enti territoriali debba necessariamente entrare anche il confronto (di tipo probabilistico) tra la situazione finanziaria dell'Ente prima della stipula del contratto derivato e a seguito della stipula dello stesso.

A tale scopo pare pertanto opportuno prevedere che prima della conclusione del contratto l'intermediario sia tenuto a produrre al cliente/Ente territoriale le risultanze di una analisi dello scenario futuro dei rendimenti e dei costi (anche impliciti) condotto utilizzando una metodologia il più possibile oggettiva (ossia rispettosa del principio di neutralità al rischio); i risultati delle analisi dovrebbero costituire allora elementi essenziali del contratto.

Tale approccio metodologico necessita peraltro della preventiva ed univoca definizione dei concetti rilevanti ai fini dell'identificazione delle componenti del portafoglio finanziario iniziale (rappresentativo della situazione finanziaria dell'Ente territoriale prima della stipula del contratto derivato) e del portafoglio finanziario strutturato (rappresentativo della situazione finanziaria dell'Ente a seguito della stipula del contratto), nonché dei concetti rilevanti ai fini della qualificazione del costo implicito di tali portafogli.

[In particolare con riferimento al portafoglio finanziario strutturato dovrebbe essere richiesta la descrizione analitica dei relativi elementi di base, inclusiva della riconduzione di ciascuno di essi ad una delle tre componenti dello stesso, i.e. *passività finanziarie oggetto di copertura, operazioni di copertura già stipulate, operazione di copertura definita nel contratto.*]

Il confronto probabilistico tra il valore a scadenza dei due portafogli finanziari (iniziale e strutturato), come detto, dovrebbe essere effettuato nel rispetto del

⁶ Lavori già avviati in precedenza per l'attuazione dell'art.1, commi 381 e 382, della Legge Finanziaria per il 2008.

principio della neutralità al rischio ed attribuendo in maniera oggettiva le probabilità ai seguenti eventi:

- *“Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è inferiore a quello del portafoglio finanziario iniziale”;*
- *“Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è in linea con quello del portafoglio finanziario iniziale”;*
- *“Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è superiore a quello del portafoglio finanziario iniziale”.*

Tale approccio dovrebbe consentire all’Ente di disporre di strumenti di valutazione dell’onerosità e della convenienza delle operazioni immediatamente utilizzabili, senza la richiesta di complesse valutazioni e analisi di tipo ‘matematico-quantitativo’.

La metodologia in questione, tra l’altro, costituisce un’estensione dell’approccio tecnico-quantitativo già adottato dalla Consob nella vigilanza di trasparenza *risk-based* sugli OICR aperti e dei prodotti assicurativi rami III e V. Essa, da un lato, consente la produzione di un’informativa di elevato valore segnaletico degli aspetti di onerosità e opportunità di stipula del contratto derivato e, dall’altro, non risulta particolarmente gravosa per gli intermediari in quanto prevede il ricorso alle soluzioni modellistiche già sviluppate e utilizzate internamente per la loro operatività tipica.

* * * *

Infine, per quanto riguarda il tema dell’assetto dei controlli in materia di sottoscrizione di prodotti derivati da parte degli Enti territoriali, occorre rilevare come un suo potenziamento potrebbe essere particolarmente utile.

A tale riguardo, peraltro, merita segnalare una importante e condivisibile evoluzione della relativa disciplina che sostanzialmente va nel senso di attribuire un ruolo di maggior rilievo alla Corte dei Conti:

- la Finanziaria per il 2006 ha attribuito alla Corte dei Conti il potere di emanare annualmente “*linee guida*” che gli organi di revisione interna degli Enti locali devono rispettare nella predisposizione delle relazioni sui bilanci (anche con riferimento all’impiego di strumenti finanziari derivati);
- la Finanziaria per il 2007 ha previsto che delle operazioni in strumenti derivati adottate in violazione della normativa vigente sia data comunicazione alla Corte dei Conti per l’adozione dei provvedimenti di sua competenza;
- la Finanziaria per il 2008 ha previsto che il mancato rispetto da parte degli Enti territoriali delle indicazioni contenute nell’emanando decreto del Ministero dell’Economia nella conclusione di contratti derivati OTC comporta l’inefficacia del contratto nonché l’obbligo di comunicazione alla Corte dei Conti per l’adozione dei provvedimenti di competenza;
- la Finanziaria per il 2009 ha previsto che il Ministero dell’Economia trasmetta con cadenza mensile alla Corte dei Conti copia della documentazione ricevuta dagli Enti territoriali in relazione ai contratti di strumenti derivati conclusi.

Come già evidenziato al Parlamento nel corso dell’Audizione davanti alla Camera dei Deputati del 29 ottobre 2008 (sulla crisi finanziaria internazionale) e seguendo la linea tracciata dal legislatore in questi anni, l’assetto dei controlli oggi esistente potrebbe essere migliorato potenziando il ruolo della Corte dei Conti, ossia attribuendo alla stessa un potere preventivo (interdittivo) sull’adozione degli strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali finalizzato a garantire un impatto non negativo sul sistema di finanza pubblica.

* * * *

Signor Presidente, Signori Senatori, le indicazioni fornite hanno voluto offrire un quadro chiaro e completo degli assetti di controllo e di vigilanza esistenti in materia di finanza pubblica ed in materia di sottoscrizione di strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali, allo scopo di mettere in condizione il Parlamento di poter adottare ogni eventuale soluzione normativa ritenuta utile per

migliorare gli assetti stessi.

La Consob, da parte sua, ritiene in questo modo di corrispondere ad un suo preciso compito istituzionale di collaborazione, sia nei confronti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, ma anche e soprattutto nei confronti del Parlamento.

Nota tecnica

Istruzioni metodologiche per la qualificazione dei rischi e la determinazione dei costi impliciti nei contratti di indebitamento con sottostanti derivati.

VI Commissione "Finanze e Tesoro" del Senato della Repubblica

"Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche Amministrazioni"

Audizione del Direttore Generale

18 marzo 2009

Premessa

Il presente documento illustra un approccio metodologico di tipo *risk-based* per la qualificazione dei rischi e la determinazione dei costi impliciti nei contratti di indebitamento con sottostanti derivati. La metodologia in questione costituisce un'estensione dell'approccio tecnico-quantitativo già adottato dalla Consob per la trasparenza degli OICR aperti e dei prodotti finanziario-assicurativi dei rami vita III e V.

Il documento prevede: una preliminare definizione dei concetti rilevanti per la rappresentazione delle componenti dei contratti di indebitamento; l'applicazione della metodologia a due ipotetici casi di contratti *standard* valutati considerando le condizioni di mercato al 2004 (anno di stipula) e le correnti condizioni di mercato; una valutazione comparata dei costi impliciti al fine di catturare gli effetti sui contratti dell'evoluzione temporale della curva dei tassi di interesse e verificare l'esistenza di eventuali condizioni vantaggiose tali da rendere possibile la conversione dei contratti in tipologie meno rischiose.

* * *

1. Definizioni

Ai fini dell'applicazione dell'approccio metodologico di tipo *risk-based* per la valutazione dei contratti di indebitamento, si definisce come:

- a) “passività finanziaria oggetto di copertura”: il debito residuo cui si fa riferimento nel contratto;
- b) “portafoglio finanziario iniziale”: la posizione finanziaria dell'ente antecedente alla stipula del contratto composta dalla passività finanziaria oggetto di copertura e dalle eventuali operazioni di copertura già stipulate;
- c) “portafoglio finanziario strutturato”: l'insieme formato dalle passività finanziarie dell'ente oggetto di copertura tramite il contratto e dall'operazione

di copertura definita nel contratto;

- d) “valore a scadenza del portafoglio finanziario”: il valore dei flussi di cassa (insieme dei singoli pagamenti generati dalla struttura del portafoglio finanziario) del portafoglio finanziario alla data di scadenza;
- e) “costo implicito del contratto”: il valore a scadenza del differenziale tra i flussi di cassa del portafoglio finanziario strutturato e i flussi di cassa del portafoglio finanziario iniziale.

2. Descrizione di due ipotetici casi di contratto *standard*

2.1. Caratteristiche del finanziamento originario

Si ipotizza che l’Ente territoriale abbia stipulato un contratto di indebitamento pari a 10 milioni di Euro, in data 1° gennaio 1998, di durata pari a 24 anni (scadenza 31/12/2022), al tasso fisso del 6% con ammortamento delle quote capitali di tipo italiano e pagamenti semestrali.

Il contratto di indebitamento originario individua il “portafoglio finanziario iniziale”.

2.2. Quadro economico di riferimento al momento della stipula dei contratti derivati

A partire dal 2001 l’andamento del tasso Euribor è caratterizzato da un *trend* decrescente. Il livello corrente al giugno 2004 oscilla intorno al 2%. Il costo opportunità del finanziamento al tasso fisso del 6%, rispetto alle condizioni offerte dal mercato del debito al 2004, appare pertanto rilevante. In tale prospettiva l’Ente territoriale valuta una rinegoziazione della propria situazione debitoria al fine di ridurre l’onerosità in termini di flussi di interesse.

Nel seguito vengono presentate due ipotetiche proposte *standard* di rinegoziazione.

2.3. Primo contratto (Step-up Spread Interest Rate Swap)

L’operazione di copertura (contratto derivato) ipotizzata si concretizza in un *Interest*

Rate Swap stipulato il 27 giugno 2004, che trasforma l'ammontare fisso periodico calcolato sul nozionale residuo (pari a 7,6 milioni di Euro) del "portafoglio finanziario iniziale" in un ammontare variabile indicizzato al tasso Euribor a 6 mesi maggiorato (*spread*) di una quota fissa crescente nel tempo secondo il seguente schema: 1,5% per i primi due anni; 2,5% per i successivi 4 anni; 3% per ulteriori 7 anni; 3,5% per gli ultimi 5 anni.

Stante l'assenza di operazioni di copertura già stipulate, il contratto di indebitamento originario unitamente al contratto derivato individua il "portafoglio finanziario strutturato".

2.4 Secondo contratto (Step-up Spread Collar Interest Rate Swap)

Il secondo contratto ipotizza un innesto sulla struttura precedente di una clausola di tipo *Collar* che configura l'ammontare variabile attraverso un'indicizzazione al tasso Euribor a 6 mesi, limitata all'intervallo 2,8% - 4%, a cui successivamente viene applicata la medesima struttura crescente di *spread*.

Anche in questo caso il contratto di indebitamento originario unitamente al contratto derivato individua il "portafoglio finanziario strutturato".

3. Valutazione dei rischi e dei costi impliciti dei contratti al 2004

Le determinazioni quantitative sottese all'esemplificazione numerica dei costi impliciti del portafoglio finanziario strutturato si basano sul confronto probabilistico tra il valore a scadenza dei due portafogli finanziari, iniziale e strutturato.

Al fine di calcolare tali valori è richiesto il rispetto di alcune fasi metodologiche (cfr. Appendice), necessarie a tener conto della natura aleatoria delle variabili finanziarie che caratterizzano i due portafogli sopra menzionati.

Con riferimento ai due esempi di contratti stipulati nel 2004 le determinazioni quantitative sono sintetizzate nelle seguenti tabelle.

Primo contratto (Step-up Spread Interest Rate Swap)

| SCENARI DI VALUTAZIONE COMPARATIVA DEL PORTAFOGLIO FINANZIARIO STRUTTURATO | PROBABILITÀ |
|--|--------------------|
| “Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è <u>inferiore</u> a quello del portafoglio finanziario iniziale” | 0% |
| “Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è <u>in linea</u> con quello del portafoglio finanziario iniziale” | 13,7% |
| “Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è <u>superiore</u> a quello del portafoglio finanziario iniziale” | 86,3% |

| COSTO IMPLICITO DEL CONTRATTO | VALORI IN EURO |
|--------------------------------------|-----------------------|
| “Costo implicito minimo” | 308.000 |
| “Costo implicito massimo” | 2.139.700 |

I valori riportati nella prima tabella evidenziano una elevata probabilità, pari all'86,3%, di avere un portafoglio finanziario strutturato più oneroso del portafoglio finanziario iniziale; si rappresenta inoltre come l'eventualità di ottenere un risparmio attraverso la stipula del contratto derivato, rappresentata dalla probabilità di conseguire un valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato inferiore a quello del portafoglio finanziario iniziale è pari allo 0%.

La seconda tabella completa l'informativa fornita dalla prima, mostrando come il costo implicito del contratto è sempre positivo e può assumere nei casi più sfavorevoli valori molto rilevanti, pari ad oltre 2 milioni di euro, su un nozionale originario di 7,6 milioni di euro. Peraltro la stipula del contratto derivato espone l'Ente territoriale al rischio di interesse, assente nel contratto originario, derivante dalla trasformazione da tasso fisso a tasso variabile. In sintesi dunque le determinazioni quantitative non supportano la stipula del contratto derivato.

Secondo contratto (Step-up Collar Spread Interest Rate Swap)

| SCENARI DI VALUTAZIONE COMPARATIVA DEL PORTAFOGLIO FINANZIARIO STRUTTURATO | PROBABILITÀ |
|--|-------------|
| “Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è <u>inferiore</u> a quello del portafoglio finanziario iniziale” | 0,16% |
| “Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è <u>in linea</u> con quello del portafoglio finanziario iniziale” | 97,66% |
| “Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è <u>superiore</u> a quello del portafoglio finanziario iniziale” | 2,18% |

| COSTO IMPLICITO DEL CONTRATTO | VALORI IN EURO |
|-------------------------------|----------------|
| “Costo implicito minimo” | - 43.658 |
| “Costo implicito massimo” | 370.059 |

I valori riportati nella prima tabella evidenziano una sostanziale equivalenza del valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato con quello del portafoglio finanziario iniziale⁽¹⁾; la probabilità di ottenere una riduzione dell'onerosità del contratto, pari allo 0,16%, è da considerarsi assolutamente residuale.

La seconda tabella conferma come il vantaggio eventuale in termini di minore onerosità, rappresentato dal valore negativo del costo implicito minimo, sia marginale (circa 43.000 euro) a fronte di un'apprezzabile perdita, nel caso più sfavorevole, rappresentata dal costo implicito massimo (circa 370.000 euro). La stipula del contratto derivato espone comunque in maniera parziale l'Ente territoriale al rischio di interesse, assente nel contratto originario, derivante dalla trasformazione da tasso fisso a tasso variabile. Pertanto, anche in questo caso, l'analisi non supporta l'opportunità di stipula del contratto derivato.

4. Valutazione dei rischi e dei costi impliciti dei contratti al 2009

In questo paragrafo viene condotta la valutazione della situazione dell'Ente territoriale nell'ipotesi di una effettiva stipula nel 2004 dei due contratti *standard* sopra descritti.

⁽¹⁾ Infatti, nel 97,66% dei casi, i due valori sono sostanzialmente allineati.

4.1. Quadro economico di riferimento a marzo 2009

Nel corso della seconda metà del 2008 si rileva un primo arresto all'andamento crescente dei tassi di interesse che aveva caratterizzato gli anni successivi alla stipula dei contratti derivati in parola, in concomitanza con la crisi di liquidità sui mercati globali riveniente dagli eventi di credito connessi al fenomeno dei mutui *subprime*. L'aggravamento della crisi – intervenuto nel settembre del 2008 con i *default* tecnici di diversi istituti finanziari internazionali (Lehman Brothers, Fannie Mae, Freddie Mac, AIG) ed il congelamento del mercato interbancario ha comportato, anche a seguito degli interventi delle banche centrali, un marcato calo dei tassi fino ai livelli minimi registrati nel marzo del 2009.

Alla luce delle mutate condizioni economiche di riferimento, che impattano sui flussi finanziari prospettici dei contratti derivati, l'Ente territoriale è messo nelle condizioni di valutare una possibile rinegoziazione degli stessi al fine di ridurre l'esposizione al rischio.

4.2. Valutazione comparativa dei contratti (2004-2009)

Al fine di comprendere come il mutato quadro economico possa influire sulle decisioni finanziarie dell'Ente Territoriale, si effettua un'analisi comparativa a diversi istanti temporali. In particolare, la prima fase della procedura di comparazione prevede una nuova valutazione al 2009 dei contratti derivati ipoteticamente stipulati nel 2004.

A tal fine si dovranno, quindi, effettuare nuovamente le simulazioni numeriche previste dall'approccio metodologico (cfr. Appendice) per tenere conto:

- delle mutate variabile economiche di riferimento;
- dei flussi residui (i.e. quote capitale e di interesse da rimborsare a partire dal 2009).

Le determinazioni quantitative effettuate al 2009 sono poste in comparazione con i precedenti risultati al 2004.

Tale comparazione riportata nelle tabelle seguenti esprime in termini probabilistici l'influenza del mutato quadro economico sulla valorizzazione dei due contratti analizzati e sulla struttura dei pagamenti futuri dell'Ente Territoriale.

Primo contratto (Step-up Spread Interest Rate Swap)

| SCENARI DI VALUTAZIONE COMPARATIVA DEL PORTAFOGLIO FINANZIARIO STRUTTURATO | PROBABILITÀ | |
|--|-------------|-------|
| | 2004 | 2009 |
| “Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è <u>inferiore</u> a quello del portafoglio finanziario iniziale” | 0% | 21% |
| “Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è <u>in linea</u> con quello del portafoglio finanziario iniziale” | 13,7% | 75,6% |
| “Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è <u>superiore</u> a quello del portafoglio finanziario iniziale” | 86,3% | 3,4% |

| COSTO IMPLICITO DEL CONTRATTO | VALORI IN EURO | |
|-------------------------------|----------------|-------------|
| | 2004 | 2009 |
| “Costo implicito minimo” | 308.000 | - 1.886.934 |
| “Costo implicito massimo” | 2.139.700 | 5.210.457 |

Il risultato complessivo che scaturisce dall'analisi delle tabelle evidenzia come le mutate condizioni di mercato abbiano migliorato sensibilmente gli effetti finanziari sul portafoglio iniziale della stipula del contratto derivato effettuata nel 2004.

La prima tabella mostra, infatti, come l'innesto del derivato sul portafoglio finanziario iniziale valutato al 2009 determini ora una significativa probabilità, pari al 21% (0% nel 2004), di conseguire una minore onerosità dei pagamenti futuri, una consistente probabilità, pari al 75,6% (13,7% nel 2004), di non conseguire alcun vantaggio finanziario prospettico ed infine una contenuta probabilità, pari al 3,4% (86,3% nel 2004), di conseguire una maggiore onerosità dei pagamenti futuri.

La seconda tabella completa l'informativa sopra descritta, evidenziando come – pur in presenza di un derivato che offre ora delle potenziali opportunità finanziarie all'Ente Territoriale – l'accresciuta volatilità della curva dei tassi di interesse che

caratterizza il quadro economico attuale comporta una rilevante esposizione dell'Ente in termini di variabilità dei pagamenti futuri. Infatti, il differenziale di valore tra il costo implicito minimo e quello massimo passa da circa 1,8 milioni di euro (pari alla differenza tra 2.139.700 e 308.000) a oltre 7 milioni di euro (pari alla somma tra 5.210.457+1.886.934).

Da quanto precede emerge che il contratto derivato valutato al 2009 migliora sensibilmente per l'Ente la struttura dei pagamenti futuri nei confronti della controparte; allo stesso tempo evidenzia che tale contratto è particolarmente esposto al rischio di interesse.

Tenuto conto che la stipula di contratti derivati deve essere orientata a finalità di copertura e di contenimento dei rischi, l'Ente Territoriale dovrebbe utilizzare la suddetta prospettiva ai fini di una rinegoziazione del contratto.

Secondo contratto (Step-up Collar Spread Interest Rate Swap)

| SCENARI DI VALUTAZIONE COMPARATIVA DEL PORTAFOGLIO FINANZIARIO STRUTTURATO | PROBABILITÀ | |
|--|-------------|---------|
| | 2004 | 2009 |
| “Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è <u>inferiore</u> a quello del portafoglio finanziario iniziale” | 0,16 % | 1,80 % |
| “Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è <u>in linea</u> con quello del portafoglio finanziario iniziale” | 97,66 % | 94,90 % |
| “Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è <u>superiore</u> a quello del portafoglio finanziario iniziale” | 2,18% | 3,45% |

| COSTO IMPLICITO DEL CONTRATTO | VALORI IN EURO | |
|-------------------------------|----------------|-----------|
| | 2004 | 2009 |
| “Costo implicito minimo” | - 43.658 | 107.441 |
| “Costo implicito massimo” | 370.059 | 2.067.521 |

L'analisi delle determinazioni quantitative evidenzia come le mutate condizioni di mercato abbiano influito in questo caso solo per via marginale sulla valorizzazione del contratto.

La prima tabella mostra, infatti, come la stipula del contratto derivato valutata al 2009 non determini sostanziali modifiche dei valori delle probabilità.

Tale risultato scaturisce dall'influenza del limite inferiore della clausola *Collar* (2.8%), che impedisce di beneficiare in misura piena della riduzione dei tassi di interesse.

Tuttavia si rileva, attraverso lo studio della seconda tabella, come l'accrescimento della volatilità dei tassi di interesse comporti comunque un allargamento del differenziale tra costo implicito minimo e massimo e dunque un inasprimento del rischio per l'Ente Territoriale di incorrere, nel caso più sfavorevole, in perdite ingenti (2.067.521 nel 2009 contro 370.059 nel 2004).

In generale dunque, la posizione dell'Ente Territoriale in termini di onerosità ed opportunità di rinegoziazione risulta ulteriormente deteriorata.

5. Appendice: Fasi Metodologiche

- a) calibratura dei parametri dei processi stocastici inerenti alle variabili finanziarie che caratterizzano i portafogli finanziari iniziale e strutturato. I parametri utilizzati nelle simulazioni devono essere stimati in relazione alle condizioni del mercato al momento della proposta del contratto e nel rispetto del principio della neutralità al rischio;
- b) simulazione numerica dei processi stocastici che caratterizzano i portafogli finanziari iniziale e strutturato. Tale simulazione deve essere effettuata con riferimento all'intervallo temporale intercorrente tra la data di stipula del contratto e la data di scadenza;
- c) determinazione delle distribuzioni di probabilità del valore a scadenza dei portafogli finanziari iniziale e strutturato. A tal fine si deve procedere alla simulazione numerica del valore a scadenza dei portafogli;
- d) confronto probabilistico tra il portafoglio finanziario strutturato e il portafoglio finanziario iniziale. Tale confronto attribuisce in maniera oggettiva le probabilità ai seguenti eventi:
 - *“Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è inferiore a quello del portafoglio finanziario iniziale”;*
 - *“Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è in linea con quello del portafoglio finanziario iniziale”;*
 - *“Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è superiore a quello del portafoglio finanziario iniziale”.*

I valori corrispondenti a ciascun evento vengono determinati mediante la sovrapposizione delle due distribuzioni di probabilità del valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato e del portafoglio finanziario iniziale. Tale sovrapposizione consente di identificare specifiche soglie connesse all'identificazione di una massa di probabilità pari al 95% che caratterizza l'evento centrale (i.e. i casi in cui il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è in linea con quello del portafoglio finanziario iniziale).

A tale calcolo è stato affiancato anche quello relativo alla determinazione della distribuzione di probabilità del costo implicito del contratto, ottenuto confrontando il valore a scadenza del differenziale tra i flussi di cassa del *portafoglio finanziario strutturato* e i flussi di cassa del *portafoglio finanziario iniziale*. In particolare, la determinazione del costo implicito minimo (massimo) del contratto è effettuata mediante il calcolo della media ponderata di tutti i valori (compresi gli estremi) relativi alle code sinistra (destra) della distribuzione di probabilità del costo implicito, ciascuna corrispondente al 2,5% dell'intera massa di probabilità.

**VI Commissione "Finanze e Tesoro" del Senato
della Repubblica**

Indagine conoscitiva sull'utilizzo
e la diffusione degli strumenti di
finanza derivata e delle cartolarizzazioni
nelle pubbliche amministrazioni

1 aprile 2009

Audizione del Direttore Centrale Area Corporate dell'ABI
Dott. Domenico Santececca

Indice

| | |
|--|----------------|
| <i>Premessa</i> | <i>pag. 3</i> |
| 1. Derivati e "Derivati ad enti territoriali" | <i>pag. 8</i> |
| 2. <i>Derivati</i> e qualifica dell'operatore | <i>pag. 14</i> |
| 3. <i>Derivati</i> e rischi | <i>pag. 19</i> |
| 4. <i>Derivati</i> e debito | <i>pag. 25</i> |
| 5. <i>Derivati</i> e speculazione | <i>pag. 29</i> |
| 6. <i>Derivati</i> e incidenza sulle generazioni future | <i>pag. 31</i> |
| 7. Strutture consentite agli enti | <i>pag. 33</i> |
| 8. <i>Derivati</i> e differenziali | <i>pag. 36</i> |
| 9. Intermediari e commissioni | <i>pag. 39</i> |
| 10. <i>Derivati</i> e "prezzo equo" | <i>pag. 42</i> |
| 11. <i>Mark to market</i> : valenza e significato | <i>pag. 45</i> |
| 12. <i>Up front</i> : limiti e condizioni | <i>pag. 49</i> |
| 13. Regime di blocco: valutazioni | <i>pag. 53</i> |
| 14. Iniziative Abi: i Criteri guida | <i>pag. 55</i> |
| Appendice 1 – Esempi di operazioni consentite | <i>pag. 59</i> |
| Appendice 2 – Il debito degli enti territoriali | <i>pag. 67</i> |

Signor Presidente, Onorevoli Senatori,

è con vivo piacere che prendo parte - a nome dell'Associazione Bancaria Italiana - a questa indagine conoscitiva sull'**utilizzo degli strumenti di finanza derivata** da parte degli enti territoriali italiani.

L'occasione è preziosa: il tema posto al centro di questa tornata di incontri è infatti oggetto di un dibattito che, pur se annoso, resta a nostro parere confuso ed infecondo.

Abbiamo seguito con molta attenzione gli interventi che si sono qui succeduti nelle passate settimane. Molti sono stati gli stimoli offerti e gli approfondimenti condotti, ma crediamo che essi non siano stati ancora completamente valorizzati. Abbiamo ritenuto, in particolare, esaustivo e ben impostato il contributo del Ministero dell'Economia e delle Finanze; in sostanza, a quanto in esso riportato non vi sarebbe alcunché da aggiungere. E tuttavia, abbiamo dovuto constatare che anche dopo quell'intervento completo e per tanti aspetti chiarificatore, sono tornate ad echeggiare, presso varie sedi, argomentazioni prive di fondamento (il debito creato dai derivati, ecc.).

Come già autorevolmente sostenuto in questa sede da alcune delle Istituzioni intervenute, l'utilizzo di strumenti derivati da parte di enti territoriali italiani è stato oggetto di un'attenzione da parte della pubblica opinione superiore a quanto avrebbe effettivamente meritato.

L'attenzione dedicata al tema è parsa alimentata, oltre che da una oggettiva complessità del tema stesso - di per sé, però, tutt'altro che insuperabile - anche da una serie di interpretazioni e "suggestioni" non sempre corrette; da un difetto di conoscenza e quasi da una propensione a voler individuare nell'operatore bancario e nell'amministratore locale il *colpevole tout court*, indipendentemente dalla realtà dei fatti.

Dopo un approfondito dibattito con i principali rappresentanti dell'industria bancaria, l'Associazione ha pertanto concepito questo documento come un supporto informativo che si spera utile a riportare il pubblico dibattito sul terreno della concretezza nonché della corrispondenza con lo svolgersi effettivo dei fatti, tenuto conto del contesto normativo di riferimento.

Abbiamo dunque ritenuto opportuno fornire in questo contesto un punto di vista puntuale e motivato sulle principali questioni che il tema dell'indagine pone, piuttosto che consegnare una ricapitolazione di norme, leggi e dati statistici¹, già ampiamente noti. D'altra parte l'Associazione ha già avuto modo di fornire il proprio contributo al dibattito in materia presentando articolate relazioni nel corso di due precedenti Audizioni, l'ultima tenutasi nel novembre del 2007.

Nel presente documento troverete pertanto una serie di capitoli che hanno come dichiarato intento quello di rispondere in maniera chiara e sintetica ai principali dubbi che l'uso dei derivati da parte degli enti territoriali italiani ha sollevato presso numerose Istituzioni che a vario titolo se ne sono occupate.

Naturalmente, gli uffici dell'Associazione restano disponibili a fornire al Parlamento, al Governo, alle Istituzioni di controllo, agli enti territoriali, ai media, alla pubblica opinione tutte le informazioni necessarie ad una migliore comprensione del fenomeno e delle sue implicazioni, in un'ottica aperta al confronto tra diversi punti di vista.

Tale confronto, per essere utile al Legislatore ed alle Istituzioni, deve necessariamente basarsi su dati verificabili e soprattutto **non può ammettere alcuna incomprensione o omissione degli aspetti tecnici**

¹ Per quanto riguarda gli aspetti quantitativi del fenomeno, si richiamano i dati forniti recentemente dal MEF ed aggiornati su rilevazioni effettuate a fine dicembre 2008: circa **600 enti territoriali** hanno in essere operazioni derivate per un totale di circa **1000 contratti**; il loro nozionale complessivo è di circa **35,5 miliardi**. L'80 per cento circa dell'operatività riguarda i comuni non capoluogo; dal punto di vista degli importi nozionali, il fenomeno riguarda quasi per l'80 per cento le regioni (50 per cento circa) ed i comuni capoluogo. Quasi il 60 per cento del nozionale complessivo oggetto di operazioni derivate è stato stipulato con controparti estere. Naturalmente, gli obblighi normativi vigenti per i derivati con enti territoriali italiani e le caratteristiche tecniche obbligatorie degli strumenti restano i medesimi indipendentemente dalla nazionalità della banca controparte del derivato.

e di mercato.

Lo scopo di questo documento è dunque quello di fornire informazioni che siano di ausilio per chiarire se esista o meno per gli enti territoriali un rischio specifico connesso all'uso di prodotti derivati. Si è pertanto seguito un indice che intende ripercorrere motivazioni, finalità e tecnicità dell'uso di strumenti derivati da parte di enti territoriali e che passa in rassegna le principali questioni sulle quali si è rilevata nel pubblico dibattito una percezione non sempre corretta, tentando di fornire alcuni ragguagli utili ad una migliore comprensione del fenomeno in attesa dell'auspicata ripresa dell'operatività.

Per ogni area di argomenti sono quindi riportate alcune indicazioni sintetiche iniziali seguite da un testo analitico a supporto. Il documento è, infine corredato da due Appendici, l'una recante esemplificazioni operative, l'altra, una descrizione quali-quantitativa del *Debito degli enti territoriali*. L'inserimento di quest'ultimo elemento, sul quale teniamo a porre l'accento, ci è sembrato di estrema importanza in quanto l'analisi del fenomeno *derivati enti territoriali italiani* è inscindibile dalla corretta individuazione e comprensione del fenomeno, fisiologico, del *debito a medio lungo termine* degli stessi soggetti, elemento costituente il sottostante cui deve necessariamente riconnettersi l'operatività in derivati, non speculativa, degli enti territoriali italiani.

* * * * *

Sul tema della **Cartolarizzazione**, altro argomento oggetto di questa Audizione, faccio presente che non sembrano emergere, per il settore bancario, particolari questioni da evidenziare.

Di seguito, pertanto solo brevi osservazioni, che abbiamo ritenuto di collocare nell'ambito della presente premessa.

Nell'ultimo decennio, le amministrazioni pubbliche hanno realizzato operazioni di cartolarizzazione (di attivi creditizi e immobiliari) per oltre 27 miliardi di euro, anche grazie all'emanazione di specifiche normative agevolative rispetto alla disciplina generale dettata dalla legge n. 130 del 1999. L'obiettivo è stato sostanzialmente quello di gestire in maniera proattiva *asset* finanziari per disporre di nuove risorse.

Le banche - nella maggior parte dei casi banche estere - hanno supportato le amministrazioni pubbliche nella strutturazione di queste operazioni secondo i principi normalmente utilizzati per questa tipologia di transazioni, con l'obiettivo di realizzare le finalità del soggetto pubblico che possono essere diverse, ovvero di natura economica, organizzativa e, nel caso specifico, anche politica. A questo ultimo riguardo - ferme restando le regole contabili di *Eurostat* per l'esclusione degli attivi cartolarizzati dal perimetro del debito pubblico - la possibilità di rendere immediatamente liquidi attivi immobilizzati sul bilancio, consente di avviare nuove iniziative di investimento d'interesse per la collettività.

Un giudizio sui risultati ottenuti non può essere pertanto dato senza considerare gli obiettivi perseguiti, focalizzando l'attenzione esclusivamente sugli aspetti economici e prendendo quale unico parametro di riferimento il ricavo netto dell'operazione.

Con riferimento a tale ultima questione (ricavo netto dell'operazione), occorre peraltro considerare che, in particolare per le cartolarizzazioni immobiliari, hanno inciso in maniera determinante le modifiche normative che hanno prima prodotto un blocco della vendita degli immobili e poi una perdita di valore. Nel frattempo è maturata la crisi del mercato immobiliare con la conseguenza di un ulteriore rallentamento del processo di vendita degli immobili stessi e quindi l'impossibilità di rispettare il piano economico-finanziario originariamente impostato.

In sé la cartolarizzazione è uno strumento utile per banche, imprese e pubblica amministrazione. Eventuali problemi che possono essere emersi in questo tipo di operazioni non vanno imputati alle banche che hanno strutturato le operazioni; dipendono semmai dall'uso che di tale strumento si fa e dalla scelta degli obiettivi da privilegiare.

Sullo sfondo, resta la questione fondamentale che la corretta *performance* dell'operazione richiede un quadro normativo e regolamentare stabile poiché eventuali variazioni di quest'ultimo, potendo impattare sui flussi di cassa generati e dunque sulla capacità di rimborso dei titoli emessi, determinano effetti anche significativi sulla *performance* attesa.

1. Derivati e "Derivati ad enti territoriali"

- **I contratti derivati, in generale, sono strumenti finanziari tipologicamente molto variegati ed in continua evoluzione; essi possono avere finalità di copertura da un determinato rischio o finalità di pura speculazione; il loro valore dipende o è determinato dal valore, o dal cambiamento di valore, di una determinata attività sottostante, nonché da altre variabili, la cui rilevanza e influenza cambia a seconda della struttura e della complessità dei contratti**
- **I derivati utilizzati dagli enti territoriali sono invece essenzialmente strumenti che modificano il tasso d'interesse di un debito preesistente, analoghi ad altri strumenti di tasso d'interesse quali i mutui e le obbligazioni (*bond*). Rispetto a questi ultimi, la loro principale caratteristica consiste nel "derivare" dagli stessi - che ne diventano i debiti "sottostanti" - modificandone le caratteristiche di tasso d'interesse.**
- **L'uso degli strumenti derivati da parte degli enti territoriali riveste caratteristiche del tutto peculiari essendo disciplinato, a partire già dal 2001, da stringente normativa speciale che - all'interno di una serie di possibilità tutte predefinite dalle norme e tutte legittimamente utilizzabili - consente di modificare la tipologia di tasso di interesse che regola l'operazione di debito sottostante**
- **La regolamentazione italiana è molto puntuale rispetto a quella di altri Paesi europei (escluso il Regno Unito nel quale i derivati agli enti territoriali sono vietati in quanto manca il principio costituzionale di autonomia finanziaria degli enti territoriali stessi)**
- **I derivati ad enti territoriali, ai sensi di legge, sono da usare unicamente per la gestione attiva del debito in alternativa ad altre tipologie di operazioni, quali le rinegoziazioni e le estinzioni anticipate con utilizzo di fonti "interne" o di somme rivenienti da nuovi mutui o prestiti**

L'innovazione finanziaria negli ultimi decenni ha prodotto tipologie di strumenti derivati con livelli di complessità e caratteristiche strutturali diverse tra loro. Quando si parla di strumenti derivati in generale, quindi, ci si riferisce ad un insieme molto eterogeneo di strumenti con caratteristiche e meccanismi di funzionamento differenti. **Tale affermazione NON è riferibile all'operatività in derivati da parte degli enti territoriali, soggetta per norme di legge ad una netta tipizzazione.** In particolare, alcune strutture complesse sulle quali negli ultimi tempi si è ampiamente discusso (quali, ad esempio, quelle recanti "effetto leva" o moltiplicatori di parametri finanziari), NON riguardano l'uso di tali strumenti da parte degli enti territoriali.

In Italia infatti, diversamente da altri Paesi europei ed escludendo l'Inghilterra (ove una impostazione di finanza locale di tipo centralistico ha portato al divieto operativo), esiste una ampia regolamentazione dettata da esigenze di massima prudenza.

Il Legislatore, infatti, prendendo atto del processo evolutivo in atto presso le amministrazioni locali e della necessità che queste avvertivano di poter adottare una gestione attiva del debito², ha recepito le nuove esigenze ed ha dettagliatamente disciplinato la fattispecie in puntuali norme di finanza locale corredate di decreti attuativi e numerose circolari ministeriali esplicative (**ben otto interventi dal 2001 al 2008**). Obiettivo di tutto ciò, introdurre una serie di regole e condizioni volte a garantire uniformità e cautela nell'operato di enti svolgenti funzioni per la collettività.

²In merito alla necessità di gestione attiva del debito la Corte dei Conti, nella sua Relazione sulla gestione finanziaria delle Regioni 2006-2007, ha "ricordato come, sin dai primi anni 2000, l'ingresso dell'Italia nell'area della moneta unica abbia comportato una riduzione significativa dei tassi d'interesse di cui le Amministrazioni locali, per lo più indebitate a tasso fisso, non avrebbero potuto beneficiare se non attraverso una rinegoziazione del debito, non sempre possibile e per giunta costosa, in alternativa alla quale il ricorso ai derivati ha rappresentato una conveniente soluzione".

Nel dettaglio – escludendo l'ultimo provvedimento recante il blocco dell'operatività, del quale si tratterà in seguito specificatamente – il primo intervento di base (e di sicuro fondamento di legittimità nell'utilizzo degli strumenti derivati) è l'**art. 41 della legge finanziaria per l'anno 2002 ([1] Legge 28 dicembre 2001, n. 448)** il quale ha demandato ad un apposito decreto ministeriale la regolamentazione in materia di utilizzo degli strumenti derivati da parte di enti territoriali. Il citato art. 41 è stato oggetto di una modifica integrativa nell'ambito della legge finanziaria per l'anno 2007 (cfr. **[2] art. 1, comma 737 della Legge 27 dicembre 2006, n. 296**). In particolare, è stato previsto che, a partire dal 1° gennaio 2007, i contratti relativi ad operazioni in strumenti derivati, prima della loro sottoscrizione, siano trasmessi ai competenti uffici del Ministero dell'Economia e delle Finanze. Tale incombenza (da effettuarsi secondo le indicazioni ministeriali fornite con **[3] Circolare ministeriale 31 gennaio 2007**), assurge ad *elemento costitutivo dell'efficacia* dei contratti.

E' poi intervenuta la legge finanziaria per l'anno 2008 (cfr. **[4] art. 1, commi da 381 a 384, della Legge 24 dicembre 2007, n. 244**) che ha evidenziato il principio della "trasparenza" dei contratti derivati sottoscritti da Regioni ed Enti locali, prevedendo, tramite apposito rinvio a normativa di attuazione, taluni obblighi in ordine ai contenuti contrattuali e con riguardo ai criteri di redazione degli stessi. Nello stesso contesto si è inserito il principio della "consapevolezza" degli enti sottoscrittori i quali devono attestare espressamente di avere preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche delle operazioni. Infine e anche in questo caso, si è previsto che il rispetto dei nuovi obblighi assuma la valenza di *elemento costitutivo dell'efficacia* dei contratti.

In attuazione della delega contenuta nell'art. 41 della Legge n. 448/2001, è stato emanato il **[5] Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze 1° dicembre 2003, n. 389** recante il "Regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate,

nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni, ai sensi dell'art. 41, comma 1, della legge 28 dicembre 2001, n. 448". Con tale provvedimento, oltre ad obblighi informativi al MEF circa le operazioni poste in essere, sono stati forniti elementi puntuali circa le strutture consentite, ponendo un preciso limite operativo e vietando l'introduzione di nuove tipologie via via rivenienti dalla generale evoluzione degli strumenti derivati.

Occorre poi tener conto della **[6] Circolare Ministeriale 27 maggio 2004**, con la quale il Ministero competente ha inteso chiarire alcuni aspetti interpretativi necessari per una corretta applicazione delle norme contenute nel suddetto regolamento.

Infine, con la **[7] Circolare Ministeriale del 22 giugno 2007**, il MEF ha ribadito (lo aveva già fatto la Corte dei conti nell'Audizione parlamentare del novembre 2004) l'identificazione degli strumenti finanziari in questione quali meri strumenti di gestione del debito, non configurabili come operazioni di indebitamento (principio questo confermato per legge nell'ambito della normativa recante l'attuale blocco dell'operatività).

Con riguardo al contenuto, la normativa sopra delineata si riferisce dunque a tutta una serie di profili che fanno dello strumento finanziario "derivati agli enti territoriali" una materia nettamente distinta da quella dei "derivati" in generale.

Sono regolamentati i presupposti informativi, le finalità consentite, i contenuti ed elementi delle operazioni, i controlli degli organi preposti nonché tutta una serie di altri profili connessi collegati o conseguenti alle operazioni stesse. Ne emerge una operatività che, per come è delineata, non può avere finalità speculative (peraltro, come meglio specificato in seguito, il principio è sancito espressamente e le operazioni possono essere effettuate *esclusivamente in corrispondenza di passività effettivamente dovute*).

Il legislatore, inoltre, sempre tenendo conto della natura pubblica del soggetto, ha ritenuto di obbligare gli enti alla conclusione dei contratti "con intermediari contraddistinti da adeguato merito di credito, così come certificato da agenzie di rating riconosciute a livello internazionale".

Tenuto conto di quanto sopra, all'operatore bancario è apparso subito evidente che un corretto approccio alla materia avrebbe comportato una attenzione particolare, oltre che alle norme di carattere generale relative all'operatività bancaria, anche alle disposizioni di finanza locale da applicarsi in relazione al connotato pubblico del soggetto interessato. Tra queste ultime, sia quelle specifiche sui derivati, sia quelle di finanza locale e di contabilità pubblica, richiamate o collegate in modo diretto o indiretto alla specifica operatività rivolta alla clientela pubblica.

Dunque – e come ampiamente sottolineato nelle audizioni della Corte dei conti e del MEF - **un quadro normativo articolato che comporta specifici limiti e condizioni all'operatività in derivati e che pone innanzitutto un principio base fondamentale: i derivati sono da usare unicamente per la gestione attiva del debito in alternativa ad altre metodologie**, anch'esse previste e disciplinate dalla legge, e tenendo conto dei principi costituzionali che regolano l'autonomia finanziaria degli enti ed i limiti di indebitamento.

Nell'ambito, dunque, di talune alternative operative la funzione preposta dell'ente ha modo di attuare le proprie strategie di gestione, optando per le soluzioni di volta in volta più idonee a realizzare gli obiettivi perseguiti; più in dettaglio, oltre ai derivati e al ricorso ad operazioni di rinegoziazione dei mutui senza novazione soggettiva, rileva la possibilità di procedere all'estinzione anticipata delle operazioni in essere utilizzando le somme rivenienti dall'accensione di nuove operazioni.

In questo contesto, il ricorso a strumenti derivati permette in qualunque momento di mutare il profilo finanziario dell'indebitamento spostandosi da

tasso fisso a variabile o viceversa nonché di posizionarsi su combinazioni intermedie fra i due nell'ambito delle predette tipologie predeterminate, dettate dalla puntuale normativa italiana. **Il vantaggio principale degli strumenti in discorso è il loro elevato grado di snellezza operativa, senza necessità di interventi modificativi dei contratti di finanziamento originari, senza incidere sulla durata dell'indebitamento e senza necessità del consenso dell'istituto mutuante.**

2. Derivati e qualifica dell'operatore

E' diffusa l'opinione che le banche non abbiano fornito un'adeguata informativa sul prodotto agli enti territoriali, in molti casi addirittura "estorcendo" agli stessi la prescritta dichiarazione di operatore qualificato

- **La normativa MiFID - in luogo della previgente bipartizione tra operatori qualificati ed investitori non qualificati - introduce una "tripartizione" della clientela distinguendo tra controparti qualificate, operatori professionali e clienti *retail***
- **Diversamente dal passato, la normativa di recepimento della MIFID è orientata, con talune eccezioni, a considerare, a monte, l'ente pubblico quale cliente *retail***
- **In regime ante MiFID, le banche italiane di propria iniziativa e indipendentemente dalla qualifica dell'ente hanno fornito autonomamente e in via generalizzata un grado di tutela elevato mettendo a disposizione degli enti territoriali gli elementi di conoscenza necessari alla valutazione del prodotto**

La **MiFID** (Direttiva n. 2004/39/CE, relativa ai mercati degli strumenti finanziari - *Markets in Financial Instruments Directive*), differentemente dalla previgente regolamentazione in tema di prestazione dei servizi di investimento, **riserva una specifica attenzione alla tematica della classificazione dei soggetti pubblici**, superando tendenzialmente le incertezze interpretative fin qui riscontrate nell'importante aspetto della classificazione dell'operatore/ente pubblico.

Infatti, la Direttiva, in accoglimento dell'esigenza avvertita dal mercato, menziona espressamente la clientela avente il connotato pubblico ed il decreto di recepimento nel nostro Paese (Decreto Legislativo 17 settembre 2007, n. 164) demanda la materia ad una specifica normativa regolamentare a cura del MEF. Ai fini di detta regolamentazione, assume un rilievo importante il nuovo criterio di classificazione previsto dalla MiFID in base al quale, in luogo della tradizionale bipartizione tra operatori qualificati e operatori retail, si introduce una **tripartizione, distinguendo tra qualificati, professionali e clienti retail**, con una maggiore gradazione, quindi, degli obblighi e dei profili di tutela per le diverse categorie di investitori. E' evidente che quest'ultimo elemento agevola l'inquadramento delle controparti pubbliche, consentendo maggiori possibilità di contemperare l'esigenza, oggettiva, di snellezza dell'operazione con quella, soggettiva, di idonea tutela del cliente.

Deve purtroppo rilevarsi che l'assetto normativo delineato dalla MiFID non è ancora completo e ottimale; manca, infatti, il decreto attuativo del MEF che, come detto, dovrà indicare i criteri per l'individuazione dei soggetti pubblici classificabili come operatori professionali (la bozza di decreto ministeriale, opportunamente posta in consultazione dai competenti Uffici del MEF a settembre del 2007, non ha ancora trovato uno sbocco ufficiale). Nell'attuale situazione, solo le Regioni - per espressa menzione nella normativa primaria - sono classificate come clientela professionale di diritto.

La **MiFID**, come ha avuto modo di ribadire nella sua Audizione il MEF nella persona dell'On. Vegas, innova in modo sostanziale la previgente situazione. Pone, infatti, **in capo all'intermediario l'onere di valutare** le conoscenze e le esperienze del cliente nonché la sua capacità di comprendere i rischi qualora questi richieda di essere trattato come investitore professionale: **nel vecchio regime era sufficiente una dichiarazione del cliente** di essere in possesso di specifiche competenze ed esperienze per superare ogni obbligo di valutazione da parte dell'intermediario basata su elementi oggettivi.

Con riferimento all'operatività in derivati attuata in previgenza della MIFID, **occorre sottolineare che le banche italiane di propria iniziativa, anche in assenza di indicazioni normative specifiche sull'operatore pubblico e indipendentemente dalla qualifica attribuita all'ente, hanno fornito in via generalizzata un grado di tutela elevato** mettendo a disposizione gli elementi di conoscenza necessari alla valutazione dei prodotti derivati e cercando di contemperare la prestazione professionale dei servizi di investimento resi con la natura e i fini dell'ente.

In particolare, con riferimento alla disposizione che prevedeva l'autocertificazione di operatore qualificato, nonostante la disposizione non richiedesse all'intermediario un ruolo "attivo" al momento del rilascio della dichiarazione, l'intermediario, nel suo rapporto con il cliente (e, quindi, anche nel momento di acquisizione della dichiarazione in esame) era comunque tenuto al rispetto dei principi di diligenza e correttezza ai sensi dell'art. 21 TUF. Ferma restando dunque la facoltà degli enti di considerarsi operatori qualificati – *questa era la norma* – e di dichiarare tale *status*, la generalità degli operatori, pur in assenza di obblighi normativi, ha assunto un atteggiamento proattivo fornendo all'ente le informazioni in ordine ai requisiti necessari (o consigliati) per essere considerato operatore

qualificato nonché quelle inerenti le conseguenze pratiche dell'una e dell'altra qualifica.

In ogni caso, dunque, il settore ha posto in evidenza la necessità di accorgimenti specifici per le operazioni effettuate dagli enti territoriali, **pervenendo sostanzialmente ad un trattamento di uguale tutela indipendentemente dalla specifica classificazione.**

In altre parole: **in assenza di una adeguata normativa che tenesse conto delle concrete esigenze e delle peculiarità degli enti pubblici, l'intermediario operante nel comparto della pubblica amministrazione ha in via generalizzata fornito una compiuta informativa (*informativa di base*) a tutti gli enti, e ciò a prescindere dalla loro classificazione (retail o qualificata).**

Per *informativa di base*, nelle varie fasi dell'operatività, si è inteso, in via esemplificativa e non esaustiva, quanto segue: *analisi delle caratteristiche della struttura* di debito dell'ente e della struttura di derivati su di essa configurabile, sulla base delle indicazioni fornite dall'ente e delle esigenze dallo stesso rappresentate; *illustrazione delle operazioni proposte* evidenziando in modo distinto gli effetti diretti delle stesse e l'effetto complessivo stimato al momento sulla passività cui vengono riferite; *ogni altra utile informazione "di base"*, relativa, cioè, alle domande più frequenti che caratterizzano l'approccio a tali operazioni da parte dei soggetti interessati.

L'approccio di cui sopra, adottato in un contesto normativo ante MiFID, ha anticipato principi alla base della MiFID stessa: basti considerare, ad esempio, il principio contenuto nel comma 2 dell'art. 19 della Direttiva 2004/39/CE - ripreso nell'ambito del nuovo regolamento intermediari della Consob - in base al quale è previsto che vengano fornite informazioni appropriate cosicché i clienti o potenziali clienti "*possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che vengono loro proposti nonché i rischi ad essi*

connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa".

3. Derivati e Rischi

L'operatività in derivati è stata spesso associata ad un peculiare ed elevato grado di rischiosità connaturato allo specifico strumento

- **L'assunzione di rischi finanziari da parte della pubblica amministrazione non è collegata alla sola operatività in derivati ma inerisce, con lo stesso grado di intensità, ad ogni operazione relativa al debito**
- **L'assunzione di rischi è già connessa alla fase del ricorso ai mutui e prestiti nella quale l'ente opera la prima scelta fondamentale tra tasso fisso o tasso variabile. Infatti: nel caso in cui l'ente scelga il fisso, si espone al rischio - nel caso in cui i tassi scendano - di pagare interessi più alti rispetto al mercato; se sceglie il variabile si espone invece al rischio - nel caso in cui i tassi salgano - di pagare interessi più alti di quelli iniziali**
- **L'evoluzione futura dei tassi di interesse non è determinabile a priori ma solo, di volta in volta, ragionevolmente ipotizzabile; i relativi rischi, ineliminabili, sono accettati dal legislatore che autorizza indifferentemente gli enti territoriali ad indebitarsi a tasso fisso o variabile; i risultati registrati *a posteriori* sono insindacabili dal momento che siano state utilizzate le condizioni finanziarie previste dalle norme**
- **La combinazione di rischio iniziale, tenuto conto delle oscillazioni di mercato, può, tempo per tempo, non rimanere quella ottimale rispetto al mutamento delle condizioni di mercato. In tal caso, il ricorso ai derivati consente di modificare il profilo di rischio assunto, spostandosi da tasso fisso a tasso variabile o viceversa, nonché di posizionarsi su combinazioni intermedie fra i due; come per le condizioni originarie, i relativi rischi sono fisiologici e i risultati *a posteriori* insindacabili**

Il rischio non costituisce un elemento peculiare dell'operatività in derivati.

Il concetto è stato ben evidenziato nella sua audizione dall'On. Vegas il quale ha sottolineato come "la prima scelta che il gestore del debito si trova a compiere è quella tra indebitamento a tasso fisso o a tasso variabile".

Dunque l'elemento di rischio è già connesso alla fase di ricorso ai mutui o prestiti, sia per quelli a tasso fisso sia per quelli a tasso variabile ed è misurabile, sia pure in termini previsionali, atteso che la verifica della bontà delle scelte effettuate può effettuarsi solo *ex post*.

Ancora come esposto dall'On. Vegas, la combinazione di rischio assunta nella predetta fase iniziale di ricorso a mutui o prestiti può non rimanere "quella ottimale nel corso della vita del debito, a causa delle oscillazioni delle variabili di mercato".

In questa situazione, il ricorso ai prodotti derivati, mentre **non crea nuovo rischio, consente di modificare il profilo di rischio già assunto**, spostandosi agevolmente - e senza incidenza sul debito sottostante e sulla sua durata - **da tasso fisso a variabile e viceversa, nonché di posizionarsi su combinazioni intermedie fra i due**.

Se, ad esempio, si è fatto luogo ad un'operazione a tasso fisso e successivamente si osserva che il mercato dei tassi a breve termine - espresso dai tassi *Euribor* - registra livelli e prospettive inferiori a quello dell'indebitamento a suo tempo stipulato, l'ente corre un rischio in termini di mancate opportunità: sta pertanto pagando un tasso certo ma più alto di quello che il mercato offre.

L'ente, in relazione ai futuri andamenti dei tassi, potrà dunque decidere di stipulare un derivato di tasso di interesse dove, avendo a riferimento il capitale nozionale del mutuo ed il suo progressivo ammortamento, scambierà, in corrispondenza con le date del contratto di mutuo sottostante,

il differenziale tra il tasso fisso del mutuo ed il tasso *Euribor* maggiorato o diminuito di uno *spread* fissato contrattualmente.

E' bene sottolineare che lo *spread* di cui sopra non remunera, come avviene in un finanziamento, il rischio di credito, ma esprime la differenza esistente all'atto della negoziazione dello swap tra il tasso fisso dell'indebitamento ed il tasso fisso che il mercato esprime in quel momento.

Se un ente, invece, è indebitato (per mutui o prestiti obbligazionari) a tasso variabile, corre il rischio di pagare interessi troppo alti qualora i tassi cui è parametrato il debito (ad es. *Euribor*) dovessero salire.

L'ente, in tal caso, può decidere di coprirsi da questa eventualità stipulando un derivato nel quale, sempre avendo a riferimento il capitale nozionale del mutuo ed il suo progressivo ammortamento, scambierà - in corrispondenza con le date del contratto di mutuo (o del prestito obbligazionario) sottostante - il differenziale tra il tasso *Euribor* (parametro del debito sottostante) ed il tasso fisso dello *swap*.

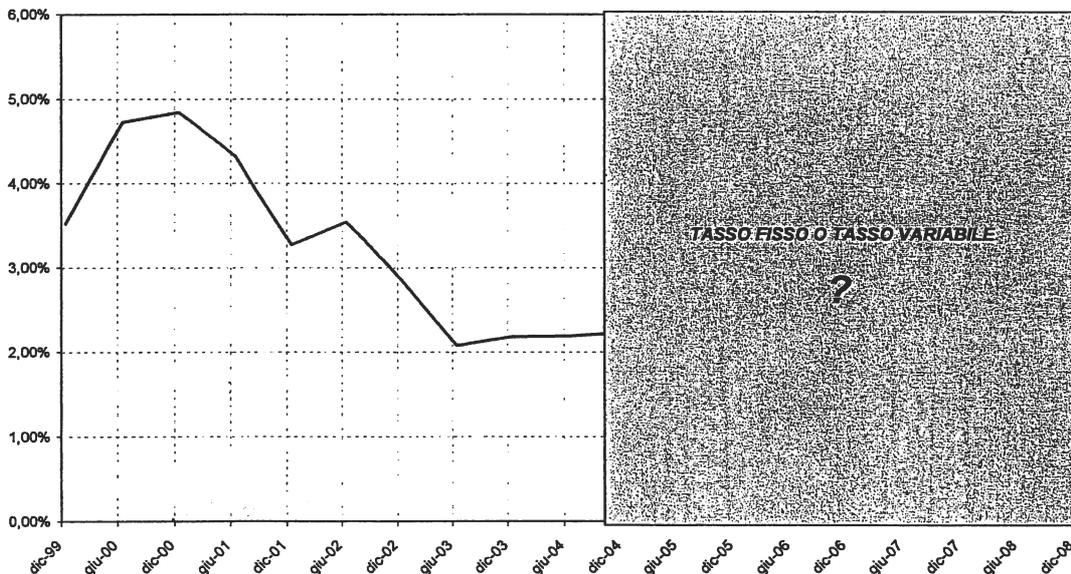
Tenuto conto di quanto sopra esposto, può ricavarsi un concetto fondamentale: **le finalità di gestione del debito**, in contrapposizione alle finalità speculative (comunque *non perseguibili* dagli enti, come in seguito sarà meglio chiarito), **perseguite dall'ente territoriale con il derivato non sono definibili a priori in termini di predilezione per il tasso fisso o per il variabile.**

Si consideri, in proposito che i tassi variabili (spesso, nella recente esperienza, posti "sotto accusa"), appaiono, oggi, bassi rispetto alle serie storiche, ponendosi come alternativa ai tassi fissi. L'enfasi mediatica che spesso di accompagna ai tassi variabili tende a mancare nelle fasi di discesa degli stessi, generando così una percezione di maggiore rischiosità dello strumento variabile che non ha basi finanziarie. Il dettato normativo riconosce tale **neutralità dei due strumenti** (fisso e variabile) e delle altre

tipologie di tasso ammesse, sia per il debito originario sia per le eventuali operazioni successive di gestione del debito stesso.

In via esemplificativa di quanto fin qui affermato, si prenda in esame la situazione di un ente che debba contrarre un mutuo all'inizio del 2005 e debba scegliere tra tasso fisso o variabile. I dati degli ultimi 5 anni sull'evoluzione del tasso *Euribor* a 6 mesi (il parametro di riferimento fissato dalle norme per le operazioni a tasso variabile degli enti territoriali) mostrano al decisore pubblico il seguente andamento:

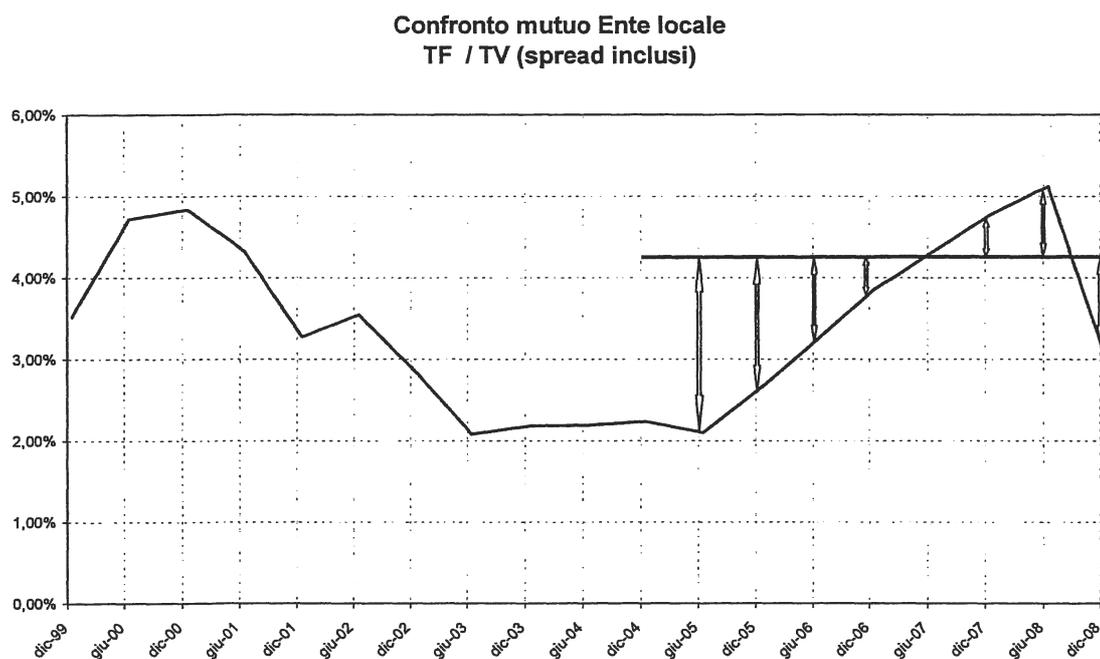
Curva Euribor 6m storico



Qualora l'ente preferisca la certezza sui flussi di interesse futuri, sceglierà un tasso fisso, ancorché più costoso, in quanto questo maggior onere rappresenta la contropartita della riduzione del rischio di variazione della spesa per interessi.

Se il mutuo viene contratto con la Cassa depositi e prestiti a tasso fisso, risulta un tasso nominale annuo del 4,20% (incluso lo *spread* di credito). In alternativa, il tasso variabile avrebbe avuto come base l'*euribor*, all'epoca al 2,23%.

Vediamo nel grafico seguente gli effetti a posteriori, calcolati fino all'inizio del 2009, delle due diverse scelte possibili:



Come si vede, la scelta effettuata ha creato un differenziale tra il tasso effettivamente pagato ed i valori che sarebbero stati applicati nell'ipotesi alternativa di tasso variabile.

Prima dell'utilizzo dei derivati, questa scelta di tasso era immodificabile se non con il consenso del finanziatore originario, mentre con l'uso degli strumenti derivati questa scelta è modificabile in qualunque momento.

Dall'esempio appena fatto appare ancor più evidente un concetto già sopra emerso e rispetto al quale, per una sua puntuale definizione, giova, ancora una volta, richiamare quanto efficacemente affermato dall'On. Vegas in questa sede: *"La valutazione dell'efficacia della gestione del debito mediante l'utilizzo di strumenti derivati, in termini di combinazione adottata di rischio e di costo, potrà essere fatta solo una volta che la posizione*

complessiva sarà arrivata alla sua scadenza contrattuale, nel caso in cui lo strumento derivato abbia ex post aggravato il costo del debito ciò potrebbe comunque essere dovuto al fatto che è stato privilegiato il contenimento del rischio nell'ottica di una gestione sana e prudente, e questa scelta ha comportato un costo che rappresenta il prezzo della protezione".

4. Derivati e Debito

Al concetto di derivato si associa comunemente quello di debito, imputando ai contratti della specie l'insorgere di un presunto nuovo debito o l'aggravarsi di quello esistente

- **I derivati ad enti territoriali per loro natura e per espressa affermazione del legislatore non costituiscono debito, non ne possono creare e non incidono, aumentandolo o diminuendolo, sul debito già in essere**
- **Con la stipula di un contratto derivato si disciplina, infatti, uno scambio (*swap*) di tassi d'interesse legati obbligatoriamente ad un debito sottostante, sostituendo il flusso di pagamenti dovuti dall'ente debitore con un nuovo flusso di pagamenti e senza alterare la consistenza del debito già esistente**
- **Espressioni come "miliardi di euro di debito in derivati" o "debito per derivati" e simili sono dunque errate e traggono origine dall'incomprensione dello strumento.**

Un concetto basilare ai fini della comprensione del corretto inquadramento della fattispecie "derivati", è che la stessa non fa nascere autonomamente debito.

Si tenga conto, infatti, che uno *swap* (in inglese letteralmente "scambio, sostituzione") modifica le caratteristiche di tasso d'interesse, scambiando/sostituendo il flusso di pagamenti, dovuto dall'ente debitore, con un nuovo flusso di pagamenti. Di conseguenza:

- la banca controparte dello *swap* deve all'ente esattamente il flusso che l'ente stesso paga al creditore del debito sottostante (istituto mutuante o investitore obbligazionario);
- l'ente deve alla banca un nuovo flusso di pagamenti.

I nuovi tassi d'interesse pagati dall'ente, quindi, scambiano/sostituiscono quelli pagati dall'ente medesimo nel debito sottostante (mutuo o titolo obbligazionario).

E' proprio per i predetti motivi che i derivati ad enti territoriali, quali strumenti per assicurare la modifica del profilo dei tassi di interesse dovuti su debito già esistente, **non sono in grado:**

- **di modificare la consistenza del debito sottostante e di creare nuovo debito;**
- **di incidere, aumentandolo o diminuendolo, sul debito già in essere.**

A conferma di quanto sopra esposto, soccorrono ancora una volta le precisazioni che il MEF ha avuto modo di formulare nella sua recente Audizione e che si riportano testualmente: "*il derivato non è un debito, bensì un contratto che disciplina uno scambio di flussi monetari che, se obbligatoriamente legati a una passività sottostante - come nel caso del*

debito degli enti locali territoriali - ne vanno a modificare il profilo originario dei pagamenti".

Il **derivato non è dunque debito** e tale concetto aveva peraltro già trovato una espressa menzione nel quadro normativo e regolamentare di riferimento. Si richiama in proposito la già citata Circolare ministeriale 22 giugno 2007 nell'ambito della quale è stata ribadita l'identificazione degli strumenti finanziari in questione quali meri strumenti di gestione del debito, non configurabili di per sé come operazioni di indebitamento, confermando, di conseguenza, la non applicabilità, nel caso di specie, delle delegazioni di pagamento ex artt. 206 e 220 del TUEL.

Più in dettaglio, la Circolare, al fine di prender le distanze dal concetto di indebitamento, richiama innanzitutto la disciplina dell'art. 119, sesto comma, della Costituzione il quale stabilisce che "I comuni, le province, le città metropolitane e le regioni [...] possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento [...]".

La Circolare richiama poi i commi da 16 a 21, dell'art. 3 della Legge 24 dicembre 2003, n. 350 con i quali il Legislatore ha fornito elementi interpretativi del predetto art. 119, indicando una definizione precisa e puntuale del concetto di indebitamento ed individuando le tipologie di operazioni da considerarsi tali agli effetti della norma costituzionale. A quest'ultimo proposito, si considerano operazioni di indebitamento i mutui, le aperture di credito, le emissioni di prestiti obbligazionari, le cartolarizzazioni di flussi futuri di entrata, le cartolarizzazioni con corrispettivo iniziale inferiore all'85 per cento del prezzo di mercato, le cartolarizzazioni con garanzie fornite da altre amministrazioni pubbliche, le cartolarizzazioni di crediti vantati verso altre amministrazioni pubbliche, le operazioni di cessione e di cartolarizzazione dei crediti vantati dai fornitori di beni e servizi.

Nessuna menzione da parte della norma agli strumenti derivati la cui definizione è unicamente quella di **strumenti di "gestione" del debito, ben lontani dal poter essere configurabili come operazioni di indebitamento**. Ne consegue, pertanto, che le delegazioni di pagamento (quelle, per così dire, di "finanza locale" per distinguerle dall'omonimo istituto previsto dal codice civile) il cui rilascio, ai sensi del TUEL, è consentito unicamente a fronte di mutui e prestiti, sono estranee alle operazioni relative a strumenti derivati le quali non rientrano, evidentemente, nelle predette fattispecie né, tanto meno, nell'accezione più ampia della definizione di indebitamento.

5. Derivati e Speculazione

E' convinzione di molti che l'operatività in derivati sia per natura speculativa ovvero comunque induca a comportamenti di tipo speculativo

- **I derivati agli enti territoriali non possono per loro natura e caratteristiche rivestire finalità speculative in quanto debbono essere necessariamente applicati ad una passività effettivamente esistente**
- **Non si può definire "speculazione" una scelta operata tra tasso fisso e tasso variabile nell'ambito di una gestione attiva del debito; come già ribadito in altri punti, entrambe le scelte sono legittime e le norme al riguardo sono neutrali, non incentivando o raccomandando l'una o l'altra scelta; con il derivato possono essere scelte posizioni intermedie**
- **Il derivato è funzionale alla gestione del debito e l'esistenza di quest'ultimo è alla base della validità dei contratti**

La normativa di finanza pubblica descritta al *paragrafo 1* insiste sul seguente principio fondamentale: **i derivati possono essere utilizzati solo per gli obiettivi di rimodulazione dei tassi sui debiti ed a fini della loro gestione**. L'uso degli strumenti derivati è infatti reso possibile "esclusivamente in corrispondenza di passività effettivamente dovute" e con l'obbligo di indicizzazione ai soli "parametri monetari di riferimento nell'area dei Paesi appartenenti al Gruppo dei sette più industrializzati" (in concreto, il mercato si è orientato al solo parametro dell'euro).

L'esistenza del debito sottostante è dunque elemento fondamentale per la validità dei contratti. Tale profilo è stato ben posto in evidenza dalla Corte dei conti che, nella sua recente Audizione in questa sede, ha evidenziato come, per i derivati in generale, il collegamento con il sottostante debito sia un elemento occasionale mentre assume essenziale rilevanza nei contratti stipulati dagli enti pubblici. Afferma testualmente la Corte: *"per questi enti [pubblici], e in particolare per gli enti territoriali, il collegamento funzionale, in quanto espressamente previsto dalla legge e connotato con la natura degli enti pubblici, entra nella causa giuridica del negozio, perché elemento oggettivo previsto dalla legge"*.

Appare quindi definitivamente fugato il timore espresso in sede di audizione dai rappresentanti dei Consumatori secondo i quali le amministrazioni locali "è come se avessero sottoscritto un contratto RC auto senza possedere l'auto".

6. Derivati e incidenza sulle generazioni future

Si afferma spesso che l'uso dei derivati comporta un allungamento del debito e dunque un nocumento per le generazioni future

- E' esclusa la possibilità di estendere la durata delle operazioni derivate oltre la scadenza delle sottostanti passività.
- E' dunque falso che i derivati ad enti territoriali servano a traslare sulle generazioni future un debito; il debito già esiste all'atto della stipula del derivato e, indipendentemente dall'utilizzo di tale strumento, sarà ripagato nel periodo contrattualizzato
- E' altresì sancita l'impossibilità di traslare il peso finanziario delle esposizioni in essere sugli esercizi futuri concentrandolo in prossimità della scadenza dell'operazione

A chiarimento della questione posta in questo paragrafo e relativa all'effetto che l'operatività in derivati comporta sulle "generazioni future", soccorrono, anche in questo caso, ben precisi limiti sanciti dalla normativa speciale, la quale ha escluso la possibilità di estendere la durata (oltre che, come già visto, gli importi) delle operazioni derivate oltre la scadenza delle sottostanti passività (cioè dei debiti il cui profilo di tasso viene modificato con un derivato).

Sotto un profilo più operativo, appare essenziale che le caratteristiche del flusso ricevuto dall'ente nello *swap* (nella terminologia finanziaria *receiver leg*, letteralmente *gamba che riceve*) siano conformi per importo nozionale, tipologia di tasso, durata dei periodi di interesse, eventuale parametro variabile e data di rilevazione a quelle delle passività sottostanti. L'importo nozionale o la durata dello *swap* possono essere inferiori rispettivamente al debito ed alla durata residua della passività tempo per tempo in essere, ma in nessun caso superiori agli stessi.

7. Strutture consentite agli enti

E' convinzione che le banche possano proporre e che gli enti territoriali possano liberamente optare tra le strutture offerte nell'ambito della vasta gamma dei prodotti finanziari derivati

- **L'ambito oggettivo è fortemente tipizzato e non consente l'uso di una discrezionalità contrattuale**
- **Ben definite sono le strutture base ammesse: *swap* di tasso di interesse, acquisto di *cap*, acquisto di *collar*, acquisto di *forward rate agreement*, *swap* con rimodulazione del debito sottostante a condizione che i flussi attualizzati che l'ente paga non siano crescenti**
- **Così come per il debito sottostante, la normativa in materia non incentiva nessuna delle strutture consentite, che sono tutte ugualmente ammesse**
- **Le operazioni debbono per legge essere effettuate nella forma c.d. plain vanilla, nella forma cioè più semplice, priva di ulteriori opzionalità e che non comporti leve o moltiplicatori dei parametri finanziari**

Non sono consentiti margini di autonomia delle parti contrattuali (ente ed intermediario) nella definizione delle strutture utilizzabili. Queste sono state definite a monte dal Legislatore.

In particolare, l'articolo 3 del Decreto Ministeriale n. 389/2003, così come interpretato dalla relativa Circolare del 27 maggio 2004, prevede la facoltà di effettuare le seguenti operazioni in strumenti derivati, che consentono la trasformazione del rischio di tasso relativo ad una passività:

- **“swap di tasso di interesse”** (*Interest Rate Swap*), in cui l'ente può trasformare la tipologia di tasso, fisso o variabile, di un indebitamento;
- **“acquisto di forward rate agreement”**, in cui l'ente fissa i valori dei parametri di indicizzazione applicabili a scadenze future;
- **“acquisto di cap”**, in cui l'ente viene garantito da aumenti del tasso di interesse oltre un livello stabilito;
- **“acquisto di collar”**, per mezzo del quale la variabilità del tasso è circoscritta all'interno di un minimo (*floor*) e di un massimo (*cap*). Ai sensi della Circolare, “è implicito nell'acquisto del *collar* l'acquisto di un *cap* e la contestuale vendita di un *floor*, consentita unicamente al fine di finanziare la protezione dal rialzo dei tassi di interesse fornita dall'acquisto del *cap*”.;
- **altre operazioni derivate contenenti combinazioni di operazioni di cui ai punti precedenti**, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un intervallo di tempo predefinito;
- **altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito**, solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività (principio ribadito nella circostanza ma valido in via generale). Dette operazioni sono consentite ove i flussi con esse ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implicino,

Nella larga maggioranza dei Paesi europei, varie disposizioni limitano il ricorso al debito da parte degli enti territoriali alla copertura di spese d'investimento. Pertanto, diversamente da quanto avviene per il debito delle Amministrazioni centrali, che finanzia in larga parte spese di funzionamento, nel nostro Continente in generale il debito degli enti territoriali è destinato a coprire investimenti.

Così è anche da decenni in Italia, dove tale obbligo - in precedenza sancito da norme di rango ordinario, è assunto nel 2001 a principio costituzionale con la riforma dell'art. 119 Cost.

Gli enti territoriali finanziano in Italia circa l'80% della spesa pubblica per investimenti, la quota più elevata in Europa dopo il Belgio, che peraltro è uno Stato federale.

Le caratteristiche finanziarie del debito degli enti territoriali italiani

Ai sensi di legge, gli enti territoriali possono indebitarsi principalmente mediante mutui o, dal 1996, prestiti obbligazionari.

Le caratteristiche finanziarie di tali operazioni sono rigidamente fissate dalle norme italiane, che dettano la durata minima e massima, le caratteristiche dei piani di ammortamento, le tipologie di tasso ammesse (fisso o variabile con riferimento a parametri finanziari specifici), alcune caratteristiche del contratto. La percentuale massima dello spread o maggiorazione applicabile sul parametro finanziario utilizzata è anch'essa fissata da norme imperative. La Cassa depositi e prestiti non è soggetta alle norme applicate alle banche.

A concedere mutui o sottoscrivere prestiti obbligazionari sono le banche, la Cassa depositi e prestiti, altre istituzioni finanziarie come la BEI.

Il tasso d'interesse praticato dalle banche, dalla Cassa Depositi e Prestiti e dalla BEI include il margine dell'operatore.

Appendice 2 – Il debito degli enti territoriali

Il debito degli enti territoriali in cifre

Tutte le informazioni che seguono, riguardanti sia gli enti territoriali che le Amministrazioni centrali, sono relative al debito di finanziamento a medio e lungo termine. Rimangono pertanto escluse le posizioni debitorie a breve termine (ad esempio spese di personale, debito verso fornitori etc.).

Secondo i dati pubblicati dalla Banca d'Italia⁴, gli enti territoriali italiani (*regioni, comuni e province ed altri enti locali*) hanno un debito complessivo al dicembre 2008 di circa 107,4 miliardi di euro, pari a circa il 6,8% del PIL ed in diminuzione di circa 3 miliardi di euro rispetto all'anno precedente.

Dal punto di vista quantitativo, tale debito rappresenta dunque il 6,4% del totale del debito pubblico italiano, mentre il restante 93,6% del debito pubblico italiano fa capo ad altre Amministrazioni pubbliche.

Il rapporto debito/PIL degli enti territoriali italiani nel loro complesso è perfettamente in linea con la media europea.

Percentuali più elevate di debito pubblico locale rispetto all'Italia si riscontrano nei Paesi a struttura federale (ad esempio Germania ed Austria) nonché in Spagna, dove l'organizzazione statale ha visto negli ultimi anni un forte processo di decentramento.

In sintesi, quindi, l'evidenza empirica mostra che nei Paesi europei dove è maggiore il trasferimento di competenze dal centro alla periferia si riscontra una tendenza fisiologica all'aumento della quota di debito pubblico che fa capo agli enti territoriali invece che all'Amministrazione centrale.

Il debito degli enti territoriali e la spesa per investimenti

Il motivo di tale tendenza è ovviamente da ricercarsi nel fatto che il decentramento delle competenze corrisponde inevitabilmente, in misura variabile, uno spostamento verso la periferia della responsabilità in materia di investimenti. Poiché una certa quota di investimenti viene finanziata ricorrendo all'indebitamento, ne deriva che una percentuale crescente di debito viene contratta dagli enti territoriali anziché da Amministrazioni centrali.

⁴ Supplementi al Bollettino Statistico: Finanza pubblica, fabbisogno e debito, N. 13 del 13 marzo 2009

3) Euribor 6 mesi > 5,86%

l'ente continua a pagare sul proprio debito

EUR 6 M

+

riceve dalla controparte nello swap

EUR 6 M - 5,86%

=

complessivamente, tra passività e Collar,

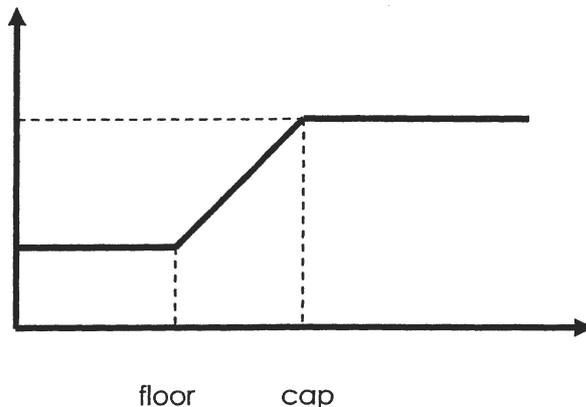
EURIBOR 6 MESI
+
(5,86% - EURIBOR 6 MESI)
=
5,86%

Quindi se l'euribor è al 6,50% l'ente paga il 6,50% sulla passività e riceve lo 0,64% nel derivato, ottenendo complessivamente il 5,86%

l'ente paga:

Inoltre, ove presente nella passività, il tasso pagato dall'ente (floor, euribor o cap) è maggiorato dello spread.

La variazione del tasso **netto** pagato dall'ente al variare del parametro euribor, è schematizzabile nel grafico seguente



E6

Sono possibili tre diverse situazioni:

1) Euribor 6 mesi < 3,45%

l'ente continua a pagare sul proprio



+

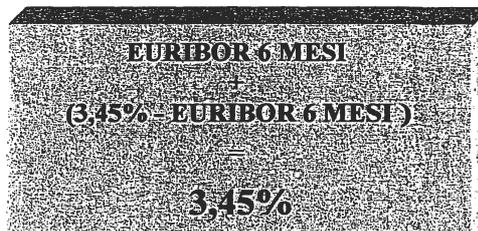


paga alla controparte nello swap

(differenziale)

=

complessivamente, tra passività e Collar, l'ente paga:



Quindi se l'euribor è al 2% l'ente paga il 2% sulla passività + 1,45% nel derivato, ottenendo complessivamente il 3,45%

2) Euribor 6 mesi compreso tra il 3,45% ed il 5,86%

L'ente continua a pagare sul proprio debito euribor 6 mesi ed ha differenziali nulli nel collar, quindi paga complessivamente euribor 6 mesi.

complessivamente versato sarà inferiore a quello derivante dalla "ratealizzazione" lungo la vita dell'operazione, in quanto quest'ultimo deve necessariamente tenere conto dell'attualizzazione dei flussi. È bene quindi che l'ente, nel caso ne abbia la disponibilità, valuti anche la possibilità dell'acquisto della copertura "**cash**", confrontando la differenza tra quanto richiesto per il pagamento in contanti con gli interessi complessivi derivanti dall'applicazione dello spread.

COLLAR

L'operazione di acquisto collar, prevista alla lettera d) del decreto, prevede l'acquisto dello strumento cap, in combinazione con la vendita di un floor. Mentre il cap è in favore dell'ente, in quanto ha lo scopo di contenere l'effetto del rialzo dei tassi, il floor limita il beneficio derivante dalla riduzione del parametro di indicizzazione (ad esempio l'euribor 6 mesi). La combinazione dei due strumenti genera pertanto un corridoio all'interno del quale viene limitata la variazione del tasso. In sostanza, l'ente realizza una copertura dal rialzo dei tassi accettando di corrispondere differenziali negativi³ nel caso in cui il tasso variabile si posizioni al di sotto del tasso floor.

Di seguito un esempio dell'operazione appena descritta:

- **l'ente riceve dalla banca:** Euribor (tasso pagato nella passività sottostante)

- **e paga alla banca:** 3,45% (floor) se l'euribor < 3,45%%

euribor se l'euribor è compreso tra il 3,45% ed il 5,86%

5,86% (cap) se l'euribor > 5,86%

³ Nel caso di derivato che trasforma il tasso della passività sottostante da fisso a variabile con Collar (combinazione di IRS e Collar) il differenziale per valori del tasso variabile inferiori al livello floor è, in applicazione del principio di coerenza, positivo per l'ente o nullo.

Da notare che il *cap*, a livello formale, può anche essere incorporato in uno *swap*, con i medesimi effetti. Nel nostro esempio:

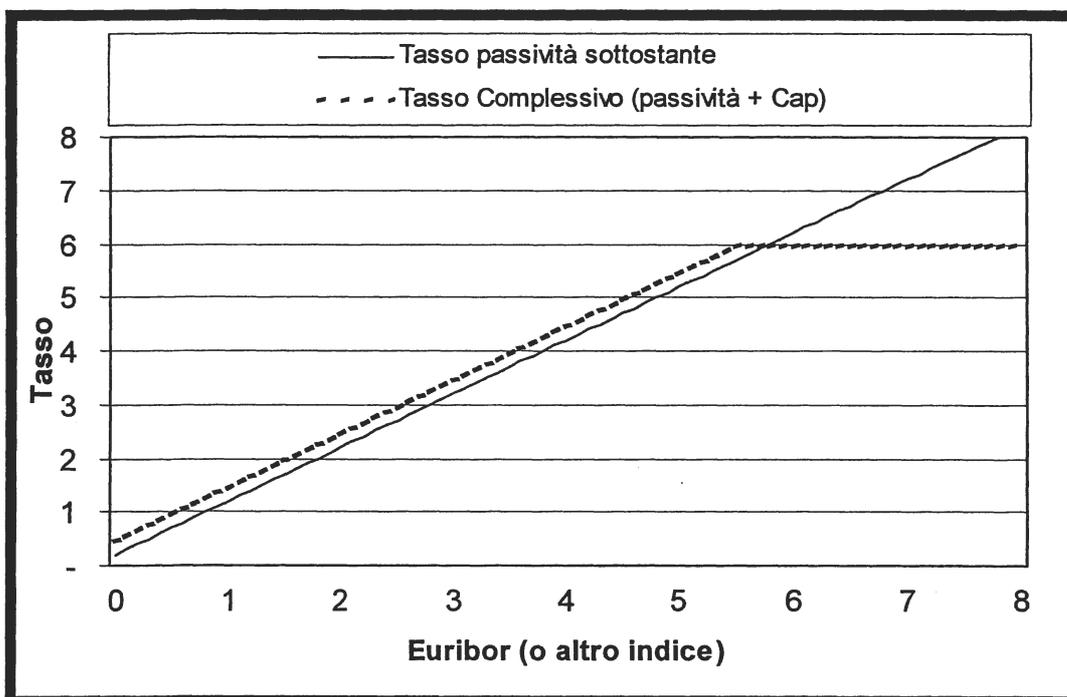
- **l'ente riceve dalla banca:** Euribor + 0,20% (tasso pagato nella passività sottostante)

- **e paga alla banca:** Euribor + 0,43% se Euribor < 5,50%

5,93% se Euribor > 5,50%

Le due tipologie contrattuali ("cap" o "swap cap") danno luogo ai medesimi scambi di differenziali (*netting*).

In questo tipo di operazioni, la variazione del tasso netto pagato dall'ente al variare del parametro Euribor, è schematizzabile nel grafico seguente:



Il premio del Cap può anche essere versato, in tutto o in parte, al momento della sottoscrizione dell'operazione, annullando o riducendo quindi lo spread versato all'istituto per coprire il costo della protezione (nell'esempio lo 0,23% in base annua). Va sottolineato che in questo caso l'importo

mesi e periodicità semestrale (quindi scadenza tra 9 mesi) e che si attenda nei prossimi 3 mesi un forte rialzo dei tassi; per difendersi da questo rischio è possibile acquistare un FRA. (3x9), in cui si fissa oggi il tasso che si pagherà per il semestre che parte fra 3 mesi e termina al nono mese da oggi [ecco perché la notazione è FRA (3x9)].

Poniamo che il tasso fisso del contratto (tasso FRA) sia pari a 4,80%.

Alla data di Fixing (scadere del terzo mese) si possono ipotizzare i seguenti scenari :

1) Euribor 6 mesi = 4,60% L'ente paga un differenziale: $4,60\% - 4,80\% = - 0,20\%$

2) Euribor 6 mesi = 4,80% Nessun differenziale: $4,80\% - 4,80\% = 0$

3) Euribor 6 mesi = 5,00% L'ente riceve un differenziale: $5\% - 4,80\% = 0,20\%$

CAP

Il cap, previsto dalla lettera c) del decreto, si applica ad operazioni a tasso variabile per fissare un limite all'eventuale crescita dei tassi di interesse.

Supponiamo, ad esempio, un ente indebitato a tasso variabile pari all'euribor 6 mesi maggiorato dello 0,20%. L'ente potrebbe desiderare di contenere il tasso pagato entro valori dell'euribor del 5,50%. In una tale operazione:

- **l'ente riceve dalla banca:** la differenza, se positiva, tra il valore dell'euribor 6 mesi e la soglia del 5,50%

- **e paga alla banca:** un costo pari allo 0,23% per anno.

- e paga alla banca: dal 1° al 3° anno, il 2,50% annuo
- dal 4° al 7° anno, il 3,10% annuo
- dal 8° al 10° anno, il 4,00% annuo

FORWARD RATE AGREEMENT

Questo strumento, previsto alla lettera b) del decreto, è un contratto su tassi di interesse in base al quale due controparti si impegnano a scambiare ad una data futura prestabilita un certo ammontare calcolato sulla base di:

- un tasso di interesse fisso predeterminato al momento della stipula
- un tasso di interesse variabile rilevato puntualmente alla data futura prestabilita
- un ammontare nominale di riferimento.

A fronte di questa operazione, in una data futura prefissata, il **compratore** del contratto riceverà dal venditore il differenziale tra il tasso di mercato del momento (il "Fixing") ed il tasso fisso indicato nell'accordo (il "tasso FRA"), se il primo risulta superiore al secondo. Viceversa, se il tasso FRA risulta superiore al tasso fixing (ossia se il tasso fisso concordato è superiore al tasso variabile rilevato alla data di fixing), sarà il compratore a corrispondere tale differenziale.

L'acquisto del FRA permette quindi di fissare per un singolo periodo di interessi futuro il costo del proprio indebitamento a tasso variabile, sia per proteggersi da un eventuale rialzo dei tassi, sia per dare certezza agli oneri finanziari da iscrivere in bilancio. Si evidenzia di seguito un esempio del predetto strumento:

Si ipotizzi che un ente abbia un debito parametrato all'Euribor 6 mesi, la cui rata ha rilevazione del tasso e inizio della decorrenza degli interessi tra 3

Considerando l'operazione nel suo complesso quindi

| | | |
|---|--|--|
| l'ente continua a pagare sul proprio | EUR 6 M + 0,10% | debito |
| | + | |
| paga o riceve dalla controparte nello swap | 4% - (EUR 6 M + 0,10%) | <i>l'ente paga differenziali se l'euribor 6m +0,10% è inferiore a 4%; riceve invece differenziali se euribor 6m+0,10% è superiore a 4%</i> |
| | = | |
| Complessivamente, tra passività e IRS, l'ente paga: | EURIBOR 6 MESI + 0,10% + (4% - EURIBOR 6 MESI + 0,10%) = 4% | |

In definitiva, il costo del debito dell'ente (euribor + 0.10%), è sostituito dalla payer leg dello swap.

IRS STEP-UP

Questa operazione, anch'essa rientrante nella lettera a) del decreto, consiste nell'applicazione di tassi fissi crescenti nel tempo. Ad esempio:

- **l'ente riceve dalla banca:** un flusso corrispondente agli interessi pagati su una determinata passività, ad esempio al tasso variabile dell'euribor 6 mesi, maggiorato di uno spread dello 0,10%

Appendice 1 – Esempi di operazioni consentite

INTEREST RATE SWAP (I.R.S.)

Questa operazione, prevista dalla lettera a) del decreto, consiste nello scambio tra un tasso fisso ed un tasso variabile, per una durata ed un importo nominale prestabiliti (debito residuo della/e passività cui si riferisce), e quindi ha l'effetto di modificare la tipologia del tasso complessivamente pagato, passando da fisso a variabile o viceversa.

Si fornisce di seguito un esempio della predetta operazione:

l'ente intende trasformare per un certo periodo (che può anche essere inferiore alla vita residua della passività sottostante) il tasso variabile di una propria passività indicizzata ad euribor 6 mesi + 0.10% in tasso fisso. Supponiamo che il tasso fisso di mercato corrispondente ai flussi variabili della passività venga concordato tra le controparti sul livello del 4,00%.

Di conseguenza:

- **l'ente riceve dalla banca (*Receiver leg*):** un flusso corrispondente agli interessi pagati su una determinata passività, al tasso variabile dell'Euribor 6 mesi, maggiorato di uno spread dello 0,10%
- **e paga alla banca:** un flusso pari agli interessi calcolati al tasso fisso del 4,00% (*Payer leg*)

Se, come accade nella maggioranza dei casi, i flussi incassati e pagati presentano la medesima periodicità e scadenza, avviene che, periodo per periodo, vengano regolati solamente i differenziali (c.d., *netting*), cioè la differenza tra gli interessi a debito e a credito per l'ente nello swap.

immediatamente congeniale l'uso degli strumenti di finanza innovativa; tali enti sono quelli cui maggiormente si rivolgono i Criteri guida, intesi come punto di riferimento condiviso, a supporto ed esplicazione della normativa e come strumento finalizzato ad agevolare la concreta operatività.

Proprio con riferimento a questa formula di *condivisione di principi base*, è rilevante l'*iter* che si è seguito per la definizione dei "Criteri guida". Infatti, **fondamentale è stata la sottoposizione ai competenti Uffici ministeriali dai quali si è a suo tempo ricevuto un informale parere positivo.**

La normativa di blocco dell'uso di strumenti derivati sancita dalla legge 133 dell'agosto scorso e gli annunciati nuovi interventi di messa a punto del quadro normativo di riferimento hanno reso necessario sospendere la diramazione dell'importante documento. Superato il regime di blocco e completato il contesto normativo, verrà valutata l'opportunità di finalizzare il progetto con l'integrazione e l'aggiornamento dei Criteri e la divulgazione degli stessi.

all'effettivo grado di percezione delle conseguenze di operazioni per le quali può riscontrarsi un certo grado di complessità. In secondo luogo, il **pubblico interesse**; tutti gli enti di cui trattasi, in quanto pubblica amministrazione, non dispongono di risorse proprie da spendere liberamente, ma gestiscono risorse della collettività che devono essere impiegate con prudenza e per il perseguimento del pubblico interesse.

Nei Criteri guida, partendo proprio da tali profili peculiari, vengono ribaditi ed estesi i concetti di trasparenza, informativa e cautela nei comportamenti degli intermediari finanziari, evidenziando il **ruolo pro-attivo di questi ultimi, nell'assunto che "il connotato pubblico del cliente renda tutto ciò indispensabile, prima ancora che per obbligo di legge, in virtù di principi etici basilari"**. Pertanto, l'intermediario finanziario operante con gli enti locali, cautelativamente e sempre in virtù della particolare natura pubblica degli stessi, deve utilmente fornire una compiuta informativa a tutti gli enti locali sulle caratteristiche e sui possibili rischi delle strutture proposte o richieste nonché degli scenari a cui l'operazione potrà dar luogo.

Si è ritenuto, in conclusione, che l'operatività con gli enti non possa prescindere da un ruolo attivo della banca che, pur non assumendo responsabilità dirette legate alla condivisione di obiettivi e finalità prettamente pubblici, pone una attenzione peculiare a favorire la massima trasparenza e consapevolezza dell'operazione attraverso la messa a disposizione di una idonea informativa.

La redazione dei Criteri guida ha inteso rispondere alle predette peculiari esigenze, favorendo la diffusione e la conoscenza della materia nonché la divulgazione di concetti che possono contribuire al corretto e cautelativo svolgersi dell'operatività in derivati e più in generale delle operazioni di finanza innovativa collegate alla gestione attiva dell'indebitamento da parte degli enti locali territoriali.

L'adozione di comportamenti atti a garantire la idonea informativa, cautela e trasparenza favorisce soprattutto quegli enti per i quali non è

Fin dalle prime operazioni e pur in vigore di una specifica disciplina, si sono constatate difficoltà interpretative delle norme di riferimento, riscontrandosi la possibilità di rischi reputazionali per le banche e per le amministrazioni pubbliche, resi ancor più evidenti dalla delicatezza oggettiva di un rapporto intercorrente con soggetti aventi il connotato pubblico e svolgenti funzioni nei confronti e nell'interesse della collettività.

In questa situazione si è sentita l'esigenza di poter disporre di **linee guida operative** che, unitamente alle norme di riferimento, potessero contribuire a stimolare e dare fiducia ad un mercato – quello dei derivati – utile ed interessante sia per la specifica clientela sia per l'industria bancaria.

L'ABI, già dal 2005, ha pertanto deciso, con la collaborazione delle principali Associazioni degli enti (ANCI e UPI), di avviare un progetto finalizzato all'elaborazione di "Criteri guida" per l'operatività in derivati da parte degli enti territoriali con le seguenti specifiche finalità:

- diffondere la conoscenza della materia attraverso l'analisi e la descrizione di ogni suo aspetto specifico;
- salvaguardare l'immagine del settore fornendo elementi utili per l'attuazione di corrette prassi operative;
- evitare, auspicabilmente, e comunque minimizzare l'insorgere di contenziosi con la clientela o di rilievi da parte delle Autorità preposte;
- creare i presupposti per espandere l'operatività in derivati attraverso l'introduzione di elementi di chiarezza sulle strutture di tecnica finanziaria utilizzabili nel rispetto della legge.

Nel trattare la materia, ed è questo il più significativo aspetto del lavoro svolto e che ha contribuito a consolidare la sinergia con le associazioni degli enti, si è tenuto conto di due aspetti rilevanti: innanzitutto la **varietà degli enti** i quali pur facendo tutti parte dell'unica categoria di "enti locali territoriali", sono in concreto obiettivamente diversi, richiedendo attenzione

14. Iniziative Abi: I Criteri guida

- **I derivati, in conclusione, rappresentano uno strumento importante, voluto dal legislatore nell'ambito dell'evoluzione delle funzioni finanziarie degli enti volte ad una gestione attiva dell'indebitamento. I comportamenti delle banche e degli enti sono stati rispettosi delle stringenti norme vigenti ed eventuali irregolarità, anche dovute ad interpretazioni normative non univoche, sono marginali e vanno valutate caso per caso.**
- **In ogni caso l'esigenza di creare un contesto a completa tutela di tutti gli operatori, unitamente ad una consapevolezza delle banche circa le peculiarità della clientela avente il connotato pubblico, hanno spinto l'industria bancaria a prendere, già da tempo, delle significative iniziative**
- **Con Anci ed Upi, e l'attivo coinvolgimento del MEF, l'Abi, sin dal 2005, ha lavorato ad una guida per l'uso dei derivati da parte degli enti territoriali con l'intento di realizzare un punto di riferimento per la corretta interpretazione delle norme e per l'individuazione di talune cautele comportamentali. Superato il regime di blocco e completato il quadro normativo, potrà essere finalizzato l'importante progetto con la messa a punto dei Criteri e la divulgazione degli stessi**

L'ultimo intervento normativo in materia (l'ottavo), dispone (art. 62 della legge n. 133 del 2008 come modificato dalla Legge finanziaria per il 2009) il **blocco dell'operatività**. Ciò per il periodo **minimo di un anno e comunque fino all'entrata in vigore del regolamento** previsto dal comma 3 dell'art. 62, da emanarsi a cura del MEF sentita la Banca d'Italia e la Consob e concernente l'individuazione della tipologia di contratti derivati che le Regioni e gli enti locali potranno stipulare.

Unica eccezione a tale generale divieto, introdotta in sede di riformulazione dell'art. 62 ad opera della Finanziaria 2009, è quella riferita al caso in cui l'ente proceda ad una ristrutturazione della passività sottostante al contratto derivato. Ciò significa che per il periodo previsto dalla norma gli enti non potranno concludere nuovi contratti su strumenti finanziari derivati, neanche con finalità di ristrutturazione delle operazioni in strumenti derivati concluse in precedenza e tutt'ora in essere.

Si prende atto delle ragioni che hanno reso opportuna una riflessione sulla materia e una temporanea sospensione dell'operatività.

In ogni caso, l'attuale blocco crea una situazione di limitazione di operazioni finalizzate alla mera gestione dei rischi in un contesto più ampio di gestione attiva dell'indebitamento cui gli enti sono tenuti, comportando ripercussioni per gli enti che hanno necessità di completare/rimodulare operazioni o comunque per quelli che, in relazione a fatti oggettivi, devono provvedere alla copertura dei rischi finanziari.

Ne deriva, che, allo stato attuale, gli enti hanno come unica alternativa l'estinzione anticipata del derivato, subendo in caso di *mark to market* negativo un onere reale a fronte di un nocumento solo ipotetico e riassorbibile nel tempo e incassando in caso di *mark to market* positivo un valore immediato a fronte di una rinuncia aprioristica agli effetti positivi del derivato nel tempo.

13. Il regime di blocco: valutazioni

- **Il regime di blocco sancito dalla legge 133 del 2008 è frutto di una forte decisione politica suscitata anche dal clamore sorto intorno all'uso dei derivati; nella situazione attuale, agli enti non è consentita una piena gestione del debito e sono circoscritte le possibilità operative**
- **In costanza di regime di blocco, gli enti non hanno la possibilità di consolidare negli anni eventuali benefici prodotti da movimenti di mercato; per non rischiare di vanificarli, hanno come unica modalità di azione quella di cancellare le operazioni cristallizzando situazioni che avrebbero invece dovuto, in linea con la logica di gestione del debito di cui al dettato normativo, realizzare effetti nel corso di esercizi futuri**

Più dettagliatamente, nel proprio rapporto al Senato della Repubblica (in occasione di una precedente audizione del novembre 2004), la Corte evidenziò come il *"rifornimento di liquidità"* si risolva in un *anticipato versamento di fondi che, seppure incorporato in uno swap, integra una operazione analoga alla contrazione di un mutuo; è pertanto da escludere la possibilità di destinare il premio di liquidità, a spese correnti.*

Il comma 9 del predetto art. 62 esplicita ora la natura contabile di tali importi, disponendo che siano classificati come debito a tutti gli effetti. Con ciò, come chiarito dall'on. Vegas nella sua Audizione, si è provveduto a recepire nella normativa nazionale quanto deciso in una recente comunicazione di *Eurostat* ai Paesi membri. Infatti, uno *swap*, all'atto della sua accensione, nasce in equilibrio, con le cd. "gambe" a pagare ed a ricevere uguali in base a quanto calcolabile con la struttura dei tassi del momento. *L'up front*, invece, come già chiarito, determina uno squilibrio di partenza e rappresenta, nella sostanza, una sorta di finanziamento che riequilibra i termini finanziari della transazione e che è dunque da utilizzare, nel rispetto della Costituzione, per le sole spese di investimento.

A livello di bilanci degli enti, come anche di recente emerso dai lavori dell'*Osservatorio per la finanza e la contabilità degli enti locali presso il Ministero dell'interno*, l'anticipazione costituita dall'*up front* deve essere allocata al Titolo IV, quale forma atipica di indebitamento.

3. **viene talora erroneamente definito come un "up front" che dovrebbe essere versato all'ente ciò che è invece il margine di remunerazione**, il quale come detto copre i costi e i rischi sostenuti dalla banca per l'intera durata dell'operazione. Occorre qui chiarire ancora una volta che la differenza tra il prezzo dello scambio di flussi (quale ricavato da astratti modelli finanziari) ed il prezzo reale necessariamente corrisponde al margine di remunerazione della banca, che - giova ricordarlo - deve coprire i costi ed i rischi di credito. Tale margine NON costituisce un *up front* che avrebbe dovuto essere trasferito all'ente per riportare in equilibrio l'operazione, proprio in quanto costituisce la remunerazione del servizio. Anche da questa angolatura è evidente l'errore di tale impostazione, che condurrebbe al pagamento del prezzo di un servizio non da parte dell'acquirente al venditore, ma al contrario da parte del venditore all'acquirente.

Come ad inizio precisato, tenuto conto dei vincoli di legge e con le conferme pervenute dalla Corte dei conti, non sussiste un problema di abuso dell'*up front* sul *quantum*; **il problema si è invece da tempo spostato su un elemento che inerisce il solo ente e che la banca non ha il potere di controllare: l'uso che gli enti poi fanno di tale liquidità.**

In merito a detto problema, si deve rilevare che in passato non erano rinvenibili indicazioni normative definitive previste solo di recente, in occasione della modifica dell'art. 62 della legge 133 del 2008 attuata con la legge finanziaria per l'anno in corso.

V'è da dire, tuttavia, che sul tema si era a suo tempo autorevolmente espressa la Corte dei conti che ebbe modo di ricondurre lo strumento dell'*up front* a una di quelle forme di ricorso al mercato finanziario previste dall'art. 199, lett. g), del TUEL a sostegno degli investimenti.

L'*up front* è costituito da un importo predeterminato da regolarsi tra le parti al perfezionamento dell'operazione ed è altresì denominato premio o sconto; in altre parole, trattasi del mero risultato dell'aggiustamento discrezionale delle condizioni del derivato, in modo tale da generare appunto la somma che viene anticipata.

La normativa è molto categorica: **dall'entrata in vigore del DM n. 389 del 2003, il premio o sconto di liquidità che l'ente può eccezionalmente incassare o pagare eccezionalmente, è pari, al massimo, all'1% del nozionale.**

Anche in merito all'*up front* sono opportuni alcuni importanti chiarimenti:

1. ***l'up front* non costituisce margine d'intermediazione per la banca;** è un contributo negativo al *mark to market* del derivato per l'ente territoriale in misura esattamente pari all'*up front* stesso; aumenta l'esposizione creditizia e costituisce una voce di costo per la banca;
2. **in caso di ristrutturazione,** il derivato che viene estinto per essere sostituito possiede un *mark to market*, positivo o negativo. Tale valore viene ad essere assorbito dalla nuova operazione ed è talvolta **interpretato impropriamente come un *up front*,** perché come l'*up front* comporta la modifica dei tassi d'interesse della nuova operazione. Tuttavia, nel caso dell'*up front*, la modifica dei tassi è discrezionalmente apportata al fine di produrre il valore desiderato; nel caso di ristrutturazione di un derivato, la modifica dei tassi della nuova struttura è quella resa necessaria dall'assorbimento del *mark to market* preesistente.

12. *Up front*: limiti e condizioni

Spesso si è confuso l'up front con il margine di remunerazione delle banche, imputando altresì alle stesse la non corretta appostazione nel bilancio degli enti o addirittura il non corretto utilizzo delle somme rivenienti dagli up front

- **La presenza nei contratti di un importo da regolare al momento del perfezionamento dell'operazione assume una valenza eccezionale; le parti, per legge, non possono prevedere un up front di ammontare superiore ad un importo dell'1% del nominale del contratto**
- **Gli enti sono obbligati a trattare l'up front come somma derivante da debito e devono dunque utilizzarla per le sole spese di investimento. Le banche non hanno alcun potere di controllo su tale utilizzo dell'up front così come non lo hanno sull'utilizzo dei differenziali; rispetto a questi ultimi, inoltre, solo di recente sono stati definiti univoci criteri di contabilizzazione nei bilanci degli enti**

modo un guadagno per la banca, la quale è un intermediario con il mercato;

9. **la variazione del *mark to market* di un derivato nel tempo non aumenta il debito degli enti in caso di *mark to market* negativo e non lo diminuisce in caso di *mark to market* positivo**, analogamente a quanto avviene in caso di variazione dei prezzi di un mutuo o di un'obbligazione;

10. l'accumulo di un *mark to market* negativo per l'ente territoriale a seguito di un andamento sfavorevole dei tassi d'interesse – ad esempio la discesa dei tassi d'interesse seguita all'adozione di un tasso fisso – è un evento sfavorevole alla banca perché aumenta l'esposizione creditizia e l'assorbimento del capitale di vigilanza ai fini della determinazione del coefficiente di solvibilità;

In assenza dei predetti punti fermi chiarificatori del concetto di *mark to market*, **occorre purtroppo rilevare che troppo spesso se ne è frainteso il significato e la valenza**, attribuendo al valore via via calcolato in determinati periodi un concreto elemento di perdita per l'ente e non tenendo conto che l'obiettivo della normativa ministeriale non è di incentivare operazioni di *trading* (cioè speculazioni) sul *mark to market* ma di modificare il profilo di rischio di tasso.

Le banche italiane, consapevoli di quanto sopra e delle peculiarità dell'interlocutore pubblico, hanno favorito l'adozione di particolari cautele da inserire a livello contrattuale per il recesso da parte della controparte bancaria circoscrivendolo a poche casistiche ben individuate; ciò proprio in considerazione delle finalità di gestione del debito che sono alla base, per legge, della contrazione di un derivato da parte di un ente territoriale.

3. il *mark to market*, sia positivo che negativo, **non è destinato a crescere nel tempo ma tende necessariamente a zero** all'avvicinarsi della scadenza, momento in cui è nullo per definizione;
4. la variazione del *mark to market* nel tempo è mera conseguenza della variazione dei valori (tassi e volatilità) di mercato. Ad esempio, in una tipica operazione di sostituzione di tasso variabile con un tasso variabile compreso in un *collar*, il *mark to market* del derivato tende a diventare sempre più negativo al diminuire dei tassi d'interesse e sempre più positivo all'aumentare dei tassi;
5. al momento del perfezionamento del derivato, stante la necessaria presenza del margine di remunerazione (come meglio evidenziato al *paragrafo 9*) il *mark to market* è negativo per l'ente territoriale in misura pari alla remunerazione del rischio di credito e degli altri costi associati all'operazione (margine d'intermediazione);
6. **l'esistenza e la variazione del *mark to market* non sono indicatori del carattere speculativo** della posizione di tasso d'interesse assunta attraverso il derivato. Al contrario, valori alti e volatilità elevata del *mark to market* tipicamente sono associati ad operazioni – ad es. trasformazione di tasso variabile in tasso fisso – comunemente percepite come di carattere prudentiale;
7. **la variazione del *mark to market* di un derivato nel tempo non modifica il margine d'intermediazione della banca relativamente all'operazione a suo tempo conclusa.** La banca non ha quindi interesse a offrire una struttura di tasso piuttosto che un'altra, alle quali siano associati diversi profili di evoluzione del *mark to market* al variare della situazione di mercato;
8. qualora l'ente decida di estinguere anticipatamente un'operazione con *mark to market* negativo, quest'ultimo **non rappresenta in alcun**

Il *mark to market* è definibile come il valore di mercato (o valore di estinzione) ed è, appunto, il valore attuale dello strumento finanziario, misurato per mezzo dei valori di mercato.

Va precisato in proposito quanto la Corte dei conti ha così ben chiarito nella sua Audizione e che, cioè, **il *mark to market* non è indicativo di un vero e proprio valore del contratto**, ma del valore atteso in base all'evoluzione del mercato che tiene conto della particolare struttura di ciascun contratto, valutata in relazione all'evoluzione del mercato finanziario dei tassi di interesse.

Non rappresenta, quindi, un valore assoluto, ma una valutazione che muta ad ogni variazione, anche giornaliera, del mercato e che viene calcolato in base alle attese sull'evoluzione dei tassi di interesse in relazione alla struttura contrattuale.

Il valore di cui trattasi ha alcune importanti proprietà che è fondamentale analizzare al fine di contribuire al superamento di frequenti incomprensioni.

In particolare:

1. **le strutture dettate dalla regolamentazione ministeriale implicano necessariamente la formazione di un *mark to market*** (negativo o positivo) per i contraenti; peraltro, la formazione di tale elemento è comune ad ogni strumento finanziario, inclusi i mutui e le obbligazioni e NON è una caratteristica propria dei derivati;
2. **il *mark to market* (al pari di una penale d'estinzione anticipata) non consiste in un importo dovuto dall'/all'ente se non qualora il cliente decida di estinguere il contratto**; in caso contrario, qualora il contratto non si estingua, l'ente continua semplicemente a restare nella sua posizione di tasso e non paga/incassa alcun *mark to market*;

11. *Mark to market*: valenza e significato

Il mark to market è spesso erroneamente associato ad un concreto rischio di perdita da parte dell'ente territoriale, ritenendo altresì – come per i flussi differenziali – che lo stesso rappresenti per la banca guadagno o perdita di segno opposto all'ente

- **Il *mark to market* è il valore che una delle parti (banca o ente territoriale) deve pagare all'altra qualora decida di estinguere anticipatamente il contratto**
- **Quando il contratto giunge alla naturale scadenza il *mark to market* è pari a zero; quindi non si deve pagare nulla**
- **Il *mark to market* è il risultato di un calcolo di attualizzazione dei flussi, ipotetici, scaturenti dal contratto; è un dato che assume una valenza temporale limitata all'atto della rilevazione; non costituisce debito né è indicativo dello stesso; non costituisce vantaggio/svantaggio per le parti e non è possibile effettuare stime attendibili anticipate**
- **Essendo quindi il pagamento del *mark to market* legato ad una manifestazione di volontà dello stesso cliente (volontà di chiudere anticipatamente la posizione) non può essere considerato un "rischio" cui il cliente va incontro**

- d. applica impropriamente i tassi d'interesse e le misure di volatilità del mercato interbancario collateralizzato a un mercato non collateralizzato;
- e. non tiene conto quindi del rischio di credito che la banca si assume fino a scadenza nei confronti dell'ente territoriale;
- f. non tiene conto dei costi (denaro-lettera o *bid-ask*) che la banca stessa deve sostenere anche sul proprio mercato collateralizzato;
- g. non tiene conto dei costi di strutturazione dell'operazione e di amministrazione e regolamento fino a scadenza;
- h. è in conflitto con la normativa di Vigilanza della Banca d'Italia che impone il recupero dei costi e la remunerazione dei rischi assunti dalle banche.

Ad ulteriore riprova dei **fraintendimenti cui possono condurre tali metodologie di calcolo, si segnala come l'applicazione di valori che non includano il rischio di credito nella valutazione del prezzo - ad esempio - di un Buono del Tesoro Poliennale (BTP), porterebbe all'individuazione di importanti "commissioni occulte" pagate dallo Stato che in realtà costituiscono, più semplicemente, lo spread di credito corrisposto dalla Repubblica italiana sul mercato del debito pubblico.**

Argomentazioni volte a definire un prezzo oggettivamente giusto, "equo", "par", "fair", sulla base di funzioni finanziarie di sconto che non tengono conto dell'esistenza di un mercato e di una marginalità - la quale non può non esistere in questo mercato come in ogni altro mercato, finanziario e non - sono sbagliate perché viziate nelle ipotesi di partenza.

Un prezzo "equo", derivante dal calcolo del valore attuale dei tassi d'interesse attesi mediante una funzione di sconto che utilizzi tassi d'interesse e misure di volatilità interbancari rilevati astrattamente, è per costruzione **diverso e più basso del prezzo di mercato**, che contiene fattori di mercato e un margine d'intermediazione. Il prezzo di mercato è l'unico esistente e praticabile.

Più in dettaglio, **un prezzo cosiddetto "equo" inteso come sopra non è un prezzo** e ciò in quanto:

- a. utilizza un modello quantitativo di analisi finanziaria e lo assume impropriamente come "il" modello di analisi finanziaria;
- b. applica impropriamente tassi d'interesse e misure di volatilità interbancari rilevati astrattamente, che possono essere diversi da quelli reperibili concretamente sul mercato al momento della specifica transazione;
- c. è in contraddizione, da un punto di vista logico, con l'esistenza fattuale di una pluralità di prezzi e di meccanismi di gara per l'individuazione del miglior prezzo, che ovviamente non avrebbero senso se esistesse un prezzo unico;

10. *Derivati e prezzo "equo"*

Si afferma spesso il concetto di prezzo "equo" fornendone una definizione assoluta e un unico modulo di calcolo e pretendendone, altresì, la generalizzata applicazione ai casi concreti

- I modelli di calcolo volti all'elaborazione di un prezzo "equo" non tengono conto del fatto che un prezzo o viene effettivamente praticato sul mercato ovvero non esiste
- Tali modelli trascurano l'esistenza dei costi di strutturazione e amministrazione e del merito di credito dell'ente territoriale
- Questi modelli, quindi, non tengono conto dell'esistenza di un margine d'intermediazione né del fatto che tale margine è naturalmente diverso per ogni banca che opera sul mercato
- In conclusione, questi modelli sono esercizi astratti interessanti ma non sono uno strumento che possa orientare nella concreta operatività su derivati, in quanto ignorano gli elementi d'impresa e di mercato della formazione dei prezzi

ricomprensere valutazioni di principio sull'appropriatezza della variabilità dei tassi, a specificità locali proprie del sistema delle Autonomie.

Banche diverse, a fronte della stessa tipologia di derivato, possono essere in grado di offrire allo stesso ente territoriale prezzi diversi e, a fronte dello stesso prezzo, possono registrare margini di intermediazione diversi. **Il margine d'intermediazione è funzione delle specificità di ciascuna banca e al miglior prezzo per il cliente non corrisponde necessariamente il minor margine d'intermediazione.** Così come per un mutuo o un obbligazione, il cliente può ottenere il prezzo migliore dall'intermediario che ha il più alto margine d'intermediazione e viceversa.

Sulla materia è da tener conto che la MiFID, relativamente alla clientela *retail*, prevede l'obbligo - fin qui NON previsto, ma che sarà vigente alla ripresa dell'operatività in derivati, qualora superato l'attuale regime di blocco - di inserire in contratto le remunerazioni spettanti all'intermediario o i criteri oggettivi per la loro determinazione, specificando le relative modalità di percezione. Tale nuova situazione, peraltro, non si rifletterà sulla determinazione del prezzo finale (nell'esempio di cui sopra, non cambierebbe dunque il prezzo esposto al cliente).

Il margine d'intermediazione è un elemento necessario dei derivati ed è una componente del prezzo concordato, così come per i mutui e le obbligazioni. Si traduce parzialmente in profitto per l'intermediario finanziario dopo recuperati i costi e sostenuto il rischio di credito fino a scadenza senza il verificarsi di eventi sfavorevoli. **Il margine d'intermediazione pertanto non è una commissione** che resta definitivamente acquisita al momento della percezione da parte dell'intermediario e che non remunera rischi e costi nel tempo.

Il margine d'intermediazione di un derivato si può dunque ridurre o addirittura diventare negativo nel corso della vita dell'operazione, in funzione del deterioramento del credito o del mancato pagamento dell'ente territoriale.

E' anche importante sottolineare che le misure di remunerazione dei costi e del rischio non hanno senso in valore assoluto, intese come migliaia o milioni di euro, senza che siano poste in relazione con gli ordini di grandezza cui si riferiscono. La prassi di misurare i valori di tasso d'interesse, quindi anche i margini d'intermediazione, in numero di punti base (0,01%: un centesimo di punto percentuale) per anno serve a stabilire una corretta relazione con i volumi e le durate – normalmente elevati nel mondo pubblico – nonché con le caratteristiche tecniche e i rischi di credito coinvolti.

Il prezzo – ad esempio, per un collar, tasso euribor semestrale compreso nei limiti minimo del 4,00% e massimo del 6,00% – è esposto al cliente nelle fasi preparatorie e al momento del perfezionamento del derivato ed è chiaramente riportato nei documenti contrattuali. Su tale base, **il cliente effettua le proprie valutazioni rispetto alle proprie esigenze di bilancio, ai tassi di mercato, alla propria anticipazione dell'andamento futuro dei tassi, alla composizione del proprio portafoglio di debito, a scelte di policy tra cui si possono**

9. Intermediari e commissioni

Si continua a sostenere erroneamente che la conclusione di un'operazione in derivati comporti l'incasso di commissioni cosiddette occulte da parte della banca a danno degli enti

- E' principio base che l'operatività dell'intermediario non possa prescindere dall'esistenza di un margine che deve coprire i costi e remunerare i rischi assunti (margine di remunerazione della banca)
- La remunerazione non dà luogo a "commissioni occulte" ma a margini, così come avviene in generale per tutte le operazioni relative al debito
- Tali margini sono diversi da operatore ad operatore e non incidono in ugual modo sul prezzo del contratto. Non esiste sul mercato un margine unico valido per tutti gli operatori (che hanno costi diversi) e/o per tutti i clienti (che presentano rischi diversi)
- Al cliente viene sempre chiaramente rappresentato qual è il livello finito di tasso a suo carico, e questo livello già comprende la remunerazione per l'attività della banca. Non vi sono componenti di spesa ulteriori oltre a quanto chiaramente esplicitato nei contratti.

complessivo di circa 69 milioni di euro di "perdite" non altrimenti qualificate tra i Comuni italiani.

Infatti, qualora le tabelle si riferiscano ai differenziali, dovrebbe essere a questo punto chiaro che non di perdite o guadagni si tratta, bensì dell'attuazione dello scopo contrattuale, sancito dalle norme, che è quello di generare un nuovo flusso complessivo che sostituisca i precedenti; qualora invece tali tabelle si riferiscano al *mark to market* delle operazioni, come meglio specificato al successivo *paragrafo 11*, certamente non di perdita si tratta.

Come esposto in precedenza, un derivato per gli enti territoriali modifica le caratteristiche di tasso d'interesse sostituendo i tassi d'interesse dovuti dall'ente nel debito sottostante con nuovi tassi.

I nuovi tassi d'interesse pagati dall'ente sostituiscono quelli pagati dallo stesso ente nel debito sottostante (mutuo o titolo obbligazionario) attraverso compensazione (*netting*). Di conseguenza:

- la banca deve all'ente esattamente il flusso che l'ente stesso paga al creditore del debito sottostante (istituto mutuante o investitore obbligazionario);
- l'ente deve alla banca un nuovo flusso di pagamenti;
- **i pagamenti reciprocamente dovuti si compensano per la parte uguale e solo il differenziale netto viene regolato.**

La compensazione dei pagamenti uguali e il regolamento della sola differenza netta producono una movimentazione di flussi che si aggiungono o si sottraggono ai pagamenti dovuti dall'ente per i debiti sottostanti. **Questo meccanismo di funzionamento, che dà luogo a mandati di pagamento nel caso di differenziali negativi per l'ente e a reversali d'incasso nel caso di differenziali positivi, può essere interpretato erroneamente come la conseguenza di una "scommessa" sui tassi d'interesse del debito sottostante.** In realtà, a tutti gli effetti sostanziali, il derivato opera esclusivamente e pienamente la sostituzione dei tassi d'interesse del debito sottostante, generando un risultato finale (come somma di dare e avere) che corrisponde a quello del profilo prescelto.

Al riguardo, pertanto, suscita qualche perplessità la lettura delle tabelle riportate nelle pagine da 26 a 34 della relazione presentata in sede di audizione da parte della Corte dei Conti; tali tabelle ripartiscono un importo

8. *Derivati e differenziali*

Il pagamento o l'incasso dei flussi differenziali viene spesso interpretato in modo errato come la conseguenza della perdita o della vincita di una scommessa sui tassi di debito, ritenendo altresì che gli stessi flussi rappresentino per la banca guadagno o perdita di segno opposto all'ente

- **Il passaggio tramite uno *swap* da un tipo di tasso ad un altro avviene attraverso lo scambio di flussi monetari che generano ad ogni rata, per l'ente territoriale, un risultato finale (come somma di dare ed avere) che corrisponde a quello del profilo prescelto**
- **Se si desidera individuare il costo finanziario di una rata di un debito dopo il derivato occorre sommare per ogni scadenza tutti i flussi in entrata e detrarre tutti i flussi in uscita relativi sia al debito che al derivato. Tener conto solo dell'uno o dell'altro è un errore.**
- **I differenziali che eventualmente l'ente paga (o riceve) non vanno alla (o sono pagati dalla) banca, la quale è solo un intermediario con il mercato. La banca ricava dall'operazione un margine nel momento in cui la struttura viene perfezionata e resta comunque soggetta al rischio di controparte dell'ente, dopodiché non ha alcun interesse a che l'ente debba **PAGARE** anziché **INCASSARE** differenziali**
- **Poiché i differenziali in entrata o in uscita servono a rendere concreto il passaggio da un profilo di tasso all'altro, è errato qualificarli come "perdita" o "guadagno", in quanto la causa giuridica del negozio, implicita nelle norme, è appunto quello di modificare il profilo dei pagamenti**

al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore all'1% del nozionale della sottostante passività.

Altro limite imposto dalla normativa - sottolineato efficacemente dalla Consob nella recente Audizione resa dal dott. Rosati - è riferito alla forma delle operazioni le quali devono essere "*plain vanilla*", vale a dire nella forma più semplice, non essendo ammissibili strumenti derivati che contengano leve o moltiplicatori dei parametri finanziari.

Stante la stringente normativa sopra descritta e riferita alle tipologie utilizzabili emerge come **l'uso di derivati complessi, cosiddetti "esotici"**, o che implichi l'assunzione di rischi aggiuntivi, **NON è consentito** e, almeno con riferimento all'operatività condotta con banche italiane, **NON ha riguardato casistiche concrete**. Peraltro la suddetta normativa è cogente per gli enti territoriali indipendentemente dalla nazionalità della banca controparte.

Signor Presidente della Commissione, Gentili Senatrici, Egregi Senatori è con sincero piacere che Vi incontriamo.

In questa relazione, dopo una breve riflessione sulla stretta relazione prodotti finanziari - vendita - rischi - provvigioni tipico dell'attività degli intermediari, con un non evitabile conflitto d'interesse che si determina a carico del sistema economico, e soprattutto dei Risparmiatori/Cittadini, ci soffermeremo, sulla *quaestio* della finanza derivata nella PA, in particolare gli Enti Locali e, successivamente, scatteremo una fotografia dell'impatto dei *derivatives* sulle aziende e sui singoli risparmiatori/investitori.

Segnatamente, per quanto concerne il primo tema, entreremo nello specifico evidenziando gli aspetti normativi originari che hanno permesso il concretizzarsi dei gravi profili di criticità in merito agli strumenti finanziari oggetto di questa audizione e, per quanto riguarda il secondo tema, un intervento specifico circa l'impiego e l'utilizzo generalizzato di tali prodotti presso tutti gli investitori.

Dalla nostra esperienza, maturata in circa dieci anni di attività, abbiamo potuto riscontrare che nel momento in cui avviene la vendita di un prodotto finanziario abbiamo il trasferimento di un rischio tanto maggiore quanto più alto è il livello commissionale percepito dagli intermediari collocatori (banche, reti di vendita, compagnie di assicurazioni, ecc..).

Questo è il motivo per cui si è verificata la forte diffusione di strumenti derivati presso qualsiasi soggetto giuridico e non (Enti locali, Aziende di grandi e piccole dimensioni, Privati), che hanno portato inevitabilmente ad ampie perdite.

Visto che il conflitto di interesse è inscindibile dalla vendita, è necessaria la figura di un consulente finanziario indipendente che colmi l'asimmetria informativa tra banche e clienti

assumendo un ruolo sociale indispensabile per il corretto funzionamento dei mercati finanziari. Fin quando non sarà istituzionalizzato questo soggetto terzo come funzione di controllo tra chi vende e chi acquista prodotti e strumenti finanziari, il legislatore dovrà sempre intervenire, in una fase *ex-post*, spesso quando il danno si è già verificato.

Veniamo ora ai tre temi qui sviluppati dando maggior evidenza al primo punto della relazione.

- 1 - Derivati venduti alle pubbliche amministrazioni** pag. 3
- 2 - Derivati venduti alle aziende** pag. 10
- 3 - Derivati venduti ai risparmiatori** pag. 20

1 - Derivati venduti alle Pubbliche Amministrazioni

Questo intervento rappresenta la Nostra esperienza nell'ambito della consulenza finanziaria applicata alla Pubblica Amministrazione, ed evidenzia la situazione degli EE.LL. in relazione alla c.d. *finanza complessa*, non nella specificità del caso, ma come metodologia di approccio al sistema bancario; volge lo sguardo alle Regolamentazioni e valuta gli aspetti caratterizzanti di questa, atipica per gli Enti Territoriali, attività finanziaria.

Ci sia concesso inquadrare, a *più veloce*, le principali linee guida della Normativa.

Con la Legge 8 giugno 1990 n° 142 (*Ordinamento delle autonomie locali*) – capo XIV, art. 54, comma 2 – viene riconosciuta alle Province e ai Comuni “*nell'ambito della finanza pubblica, autonomia finanziaria fondata su certezza di risorse proprie e trasferite*” avviando di fatto l'avvicinamento degli Enti Locali al mercato dei capitali consentendo loro “*la contrazione di mutui e la emissione di prestiti obbligazionari*” (capo X, art. 32, comma 2, lettera i). Ma è con la Legge 23 dicembre 1994 n° 724 (*Misure di razionalizzazione della finanza pubblica*) che è stato dato l'*imprimatur* agli Enti di sperimentare nuove ed inedite soluzioni finanziarie consentendo loro di accedere al mercato dei capitali e di allontanare, di fatto, il monopolio della Cassa DD.PP.

Queste disposizioni normative sono state interpretate dal mercato, e soprattutto dal sistema bancario, come la legittima ammissione degli Enti all'universo degli strumenti finanziari, consentendo agli intermediari di entrare con forza nella Pubblica Amministrazione. Dapprima con strumenti semplici e controllabili, come il servizio di Tesoreria o l'accesso al credito tramite il mercato dei capitali (i mutui), polarizzandosi poi verso le emissioni obbligazionarie (BOC, BOR, BOP), che riprenderemo con un accenno più avanti, per arrivare all'utilizzo diretto di strumenti finanziari, estremamente complessi e di non facile comprensione, come gli *swap*, spingendo il “coraggio finanziario” delle Amministrazioni oltremodo.

Il mutamento, più che evoluzione, dall'Ufficio Ragioneria dell'Ente a quello di Ufficio Economico-Finanziario è stato piuttosto repentino negli ultimi anni ma, bisogna dire, **non è stato accompagnato** da una adeguata formazione dei dirigenti pubblici.

E' proprio attorno a questo “*vuoto strategico*” che il sistema bancario e parabancario ha trovato terreno particolarmente fertile potendo così perseguire le proprie politiche commerciali in seno alla Pubblica Amministrazione.

Affidare prodotti a soggetti pubblici, spesso inconsapevoli di quello che gli veniva consigliato, e poi fatto acquistare, è stato probabilmente imprudente.

Ad oggi non sono classificabili le perdite originate dagli *swap*, ma sarà un conto molto salato che non tanto le singole Amministrazioni, ma la Comunità intera, dovrà sostenere per l'uso inappropriato di alcuni strumenti finanziari che hanno generato commissioni per l'intero sistema bancario, senza che questo portasse un reale vantaggio agli Enti.

Un sistema, quindi, utile solo a se stesso.

Il “*nulla finanziario*” è stato, illusoriamente, colmato dalle banche che nell’*affaire* derivati si sono poste come *advisor* dell’Ente, promettendo di fare gli interessi del medesimo ma, di fatto, non è andata così. E’ irrilevante, e non rappresenta certamente una minor colpa che l’incarico sia stato conferito a titolo non oneroso, poiché i margini di guadagno dell’intermediario andavano ampiamente a ricompensare la “consulenza”.

E’, dunque, da capire se ci troviamo innanzi una vendita di prodotti o ad un incarico di consulenza, perché se di consulenza si tratta, vorremo capire dove risiedono il maggior vantaggio e l’utilità conseguibile per l’Ente.

Essere “consigliere” deve presumere una reale ed effettiva indipendenza dai soggetti finanziari che collocano i prodotti perché questo è l’elemento fondamentale a garanzia di una vera convenienza nell’utilizzo di strumenti adeguati e appropriati.

Questo ha posto in una situazione di estrema vulnerabilità gli Enti Locali. Tant’è che proprio l’Ispettorato Generale di Finanza, nelle sue relazioni annuali (2005-2006), dichiara che **“... l’approfondita conoscenza dei mercati finanziari non può rientrare nelle conoscenze**

operative dei Dirigenti Pubblici mancando di comprovata esperienza nel campo dei prodotti derivati...”, “...resta l’esigenza che l’utilizzo degli strumenti finanziari sia assistita da adeguata competenza e professionalità...” poiché “...la peculiarità del settore richiede un’approfondita conoscenza dei mercati finanziari, e di specifiche professionalità non presenti nell’Ente locale il quale viene a trovarsi spesso in una posizione di debolezza rispetto agli istituti di credito proponenti”.

La stessa Circolare del MEF del 27 maggio 2004 raccomandava che “considerata la particolare caratteristica di rischiosità strettamente connessa con l’attività in derivati” e “a fine cautelativo si faccia riferimento al Documento sui rischi generali degli strumenti finanziari del Regolamento di attuazione 11522/98 adottato dalla CONSOB”. Mentre l’Autorità invitava alla massima attenzione, gli intermediari si facevano rilasciare dichiarazioni, da parte del funzionario di servizio, di “operatore qualificato”, rinunciando a consegnare il documento, fondamentale, sopra citato.

Benché in forza di una Norma che la permette nelle forme e modalità previste, l’impiego della finanza complessa, avente il fine della gestione attiva dell’indebitamento, non è imposta.

La scarsità di informazioni presso i dirigenti pubblici su questo tema è stata mitigata dalle politiche commerciali, anche piuttosto aggressive, delle reti che dovevano collocare questi prodotti. L’asimmetria informativa che sovrasta i rapporti Cliente/intermediario resta il *peccato originale* di questa seria vicenda. C’è di più. Nella stragrande maggioranza dei casi erano le banche stesse a indicare alle Amministrazioni come scrivere le delibere di Giunta, inviando documentazione anche in formato elettronico, chiarendo al Cliente di limitarsi a “copiare” su carta intestata dell’Ente il documento stesso. Riteniamo questi fatti, dimostrabili, **molto gravi che**

spodestano l'autonomia decisionale della PA che per definizione non dovrebbe essere sottomessa da alcuno nel compiere delle scelte.

Consideri questa Commissione, che nella quasi totalità dei casi (sono circa un centinaio le Amministrazioni che hanno posto alla Nostra attenzione i loro contratti derivati) lo *stock* di debito oggetto di ristrutturazione è costituito da mutui sottoscritti con la Cassa DD.PP. con un indebitamento a tasso fisso. Innanzi a posizioni di questa natura l'Ente non necessita di alcuna copertura perché coerentemente pianificato per rispondere alle esigenze di tale indebitamento.

L'obiettivo, semmai, poteva essere rappresentato dal perseguimento della c.d. *liability management* (gestione attiva del debito), attraverso il tentativo di riduzione degli oneri sul debito, ma solo al costo di assumersi notevoli rischi. L'assunzione di uno *swap* (Legge 28 dicembre 2001, n. 448 – Legge Finanziaria 2002 – capo VI, art. 41) diventa ancora più complessa e foriera di maggiori rischi nel caso in cui una emissione obbligazionaria di un Ente anziché prevederne il rimborso nella forma *bullet*, ovvero con rimborso del capitale in unica soluzione a scadenza, avviene con la formula dell'*amortizing*, rateizzando l'impegno finanziario con ammortamento che, a sua volta, va versato su un fondo, reinvestibile, chiamato *sinking fund*, che ha lo scopo di garantire il rimborso del prestito a scadenza. Tutto ciò ad esclusivo rischio dell'Ente che deve assumere le sembianze, consapevolezza e le capacità operative del banchiere o di un gestore finanziario per allinearsi alla *ratio* contenuta nella Circolare del MEF 27 maggio 2004 ovvero quella di “*essere conforme allo spirito di riduzione del rischio creditizio*”.

Prenda nota questa Commissione che il merito di credito (*rating*), sia per gli Emittenti di titoli che compongono il *sinking fund*, sia per gli intermediari con i quali è “*ammesso chiudere operazioni derivate*”, non può essere unicamente ricondotto alle certificazioni delle Agenzie di

Ratings che potrebbero non costituire garanzia della reale indipendenza di valutazione, ma rifarsi, per esempio, ad alcuni indicatori oggettivi impiegati dal sistema bancario globale, come i CDS (Credit Default Swap). Vicenda Lehman Brothers docet.

Sono diversi i profili di criticità, in ambito finanziario, riconducibili all'impiego della finanza derivata.

Particolare perplessità, infatti, destano alcune operazioni: le **rimodulazioni** dei contratti e la **chiusura esposta**.

Le *rimodulazioni o rinegoziazioni* sono operazioni (concluse sempre con lo stesso intermediario) improntate ad uno spostamento in avanti della posizione debitoria, con impegno esponenzialmente gravoso della gestione degli oneri (oneri su oneri) e, come rilevato dall'IGF, si tratta di azioni proposte quasi sempre dalla Banca. Nel periodo a cavallo tra la fine del 2003 e l'inizio del 2004, in virtù del DM 1° dicembre 2003 n. 389, le rinegoziazioni sono avvenute prevalentemente per cercare di ricondurre ad un profilo di *hedging* (copertura), e non palesemente speculativo (*trading*), quei contratti che, per esempio, potevano incorporare delle opzioni c.d. digitali oppure con effetto leva. Le rimodulazioni hanno permesso, dunque, la sottoscrizione di nuovi contratti che hanno generato ulteriori commissioni a favore dell'intermediario. Questa prassi ha portato le Amministrazioni locali ad inseguire una ricerca di migliori parametri nel tentativo di riequilibrare la posizione debitoria nei confronti dell'intermediario maturata nei precedenti contratti ma, in linea generale, senza raggiungere lo scopo. Anzi hanno aggravato la loro situazione.

Altra questione è quella che definiamo "*chiusura esposta*". Si tratta della chiusura anticipata del contratto di *swap*. Avviene di norma su richiesta dell'Ente che, percepito il potenziale danno *in divenire* dell'operazione stessa, preferisce chiuderla, cercando così di evitare

un danno maggiore. Viene quindi chiesto all'intermediario di calcolare l'*mtm* (*mark to market*) ovvero il costo di uscita dal contratto. Questo valore è determinato unilateralmente dalla banca senza che questa dia modo di sapere, con precisione, quali siano i parametri oggettivi di calcolo che lo definiscono, importando, addirittura, un valore generico. Riteniamo che non dovrebbe essere, a priori, accettato un valore comunicato dalla Banca solo per il semplice fatto che questa sia l'incaricata dei calcoli, ma pervenire, così come lo ha definito la CONSOB nella comunicazione 9019104 del 2 marzo 2009, ad un "*processo di oggettività*" e confronto.

A fortiori, in un momento come quello che stiamo attraversando, e che favorisce il fenomeno di *unwinding* (estinzione anticipata) - negli ultimi 6 mesi il crollo verticale dei tassi ha importato una conseguente diminuzione dei valori di MTM che si sono ridotti anche del 70% - ci troviamo di fronte ad una situazione che non può trovare ragione in una produzione, unilaterale (da parte della Banca), di calcoli dei relativi importi dei flussi e dei MTM (od ogni altra spesa ed onere), seppur in *bona fides*, perché fa mancare, *ab origine*, le ragioni di una eventuale contestazione. Accettare passivamente un dato senza poterlo valutare o verificare, immediatamente prima che venga impartito l'ordine di chiusura, è un *modus operandi* che non condividiamo.

E' infatti ragionevole pensare che, così come all'atto della vendita del derivato l'intermediario ha trattenuto, occultandole, delle commissioni, nulla fa pensare che fino all'ultimo, con l'estinzione anticipata del contratto, non possa verificarsi la stessa situazione. E' dunque necessario che l'intermediario dichiari, prima di concludere l'operazione, quali sono, gli *input* utilizzati per comporre il valore di un flusso o di un *mtm* (tassi, curva *forward*, volatilità,

costi di controparte, etc.) o qualsiasi altro elemento che abbia valenza economico-monetaria, e la loro esatta valorizzazione .

Abbiamo costantemente dimostrato, nelle nostre analisi, come la presenza di “commissioni implicite” costituiscano un pregiudizio ed, ulteriore gravame, quando non compensato da adeguato *up front*, sul risultato finanziario dell’operazione a carico del Cliente Sottoscrittore e, ricordiamo, quando si tratta di PA, sempre a carico della collettività.

Discutibile, sotto il profilo normativo ed etico, l’atteggiamento generalizzato degli intermediari che, dapprima hanno concluso un contratto verbale con l’Ente (spesso andando dall’Amministratore più che dal direttore finanziario dell’Ente), evidenziando gli aspetti positivi di questi “*strumenti innovativi*” (l’*up front*, il costo zero dell’operazione, un profilo tranquillo e per certo non rischioso, etc.), salvo poi rappresentare in modo difforme, attraverso contratti ad *hoc* preparati dall’intermediario stesso, la realtà dell’operazione, che non è quindi conseguente né in forma né in sostanza agli accordi verbali. Improvvisamente la serenità infusa inizialmente si tramuta, all’atto della sottoscrizione del contratto, in un potenziale danno non determinabile a priori.

Ciò che più colpisce è l’atteggiamento di sostanziale indifferenza del sistema bancario circa le ricadute economiche delle operazioni concluse, sui bilanci delle economie locali.

Le modalità di *exit strategy* devono essere realmente convenienti per l’Amministrazione che, certamente, non può affrontare da sola questo problema ma deve essere supportata da professionalità specifiche prive di qualsiasi conflitto d’interessi. In questo modo è realmente perseguibile l’obiettivo del **reale contenimento della spesa pubblica** perché sarà l’Amministrazione, supportata dal professionista, a stabilire le condizioni che permettono di

centrare le finalità nell'ambito della programmazione economico-finanziaria, senza delegittimare o deresponsabilizzare l'Amministrazione stessa. E' necessario, dunque, coinvolgere tali soggetti per poter individuare una strada di con divisibilità e adeguata sostenibilità per gli Enti, al fine di pervenire ad una soluzione di questa vicenda.

Non è un caso, infatti, che le Amministrazioni, anche di piccole dimensioni, abbiano deciso di affidarsi a Studi di Consulenza Finanziaria Indipendente per risolvere il loro problema.

Oltre a codesta spettabile Commissione restiamo a disposizione del Ministero per offrire la Nostra esperienza, e completa collaborazione, per individuare delle *exit strategies* efficaci ed efficienti.

2 - Derivati venduti alle aziende

Non può essere tenuta fuori da questa audizione, ci sia concesso, la problematica che ha investito il sistema imprenditoriale e produttivo domestico.

Il caso italiano

Tra il 2000 e il 2001 con i tassi di interesse a breve sui massimi, molte aziende indebitate a tasso variabile hanno iniziato ad assumere posizioni in derivati nella speranza di coprirsi contro ulteriori aumenti dei tassi.

Successivamente, dalla metà del 2002 i tassi a breve sono scesi in maniera decisa fino ad arrivare a stabilizzarsi per quasi tre anni intorno al 2%. In questo periodo le imprese che avevano sottoscritto derivati che implicavano una scommessa opposta rispetto a ciò che si è verificato sul mercato, ben presto si sono ritrovate ad aver maturato già notevoli perdite. Le banche, allora, sia per non far emergere la perdita accumulata sia per la necessità di vendere altri prodotti, hanno spinto le imprese a rinegoziare i contratti in essere. Le rinegoziazioni hanno dato luogo a nuovi contratti sempre più complessi, disegnati in maniera tale da assorbire il valore negativo dei precedenti contratti (tramite il meccanismo dell'*up front*), lasciando però scarse probabilità all'impresa di ottenere effettivi benefici in termini di copertura dei rischi. Anche chi aveva sottoscritto semplici *Swap Plain Vanilla*¹ è stato spinto a rinegoziare i propri contratti. A tali imprese non era stato spiegato che tali contratti maturano un *mark to market* negativo non per effetto di una scommessa andata male ma semplicemente perché in fasi di riduzione dei tassi la perdita potenziale su un *IRS Plain Vanilla* viene compensata dai minori oneri pagati sui finanziamenti.

Il motivo di perdite crescenti è semplice.

I derivati così strutturati, non avendo funzione di copertura ma essendo diventati un vero e proprio strumento di investimento, per cercare di recuperare le perdite, dovevano assumere un contenuto sempre più speculativo a volte anche utilizzando il cosiddetto "effetto leva": aumentando il valore nominale e/o allungando le scadenze contrattuali.

Così in poco tempo sono stati sottoscritti derivati (dalle imprese di costruzioni fino ad arrivare alle pizzerie) che scommettevano sui tassi di interesse europei rispetto a tassi di interesse

¹ Per una definizione della struttura dei derivati Interest Rate Swap standard o *Plain Vanilla* si rimanda all'allegato A, tratto dal libro "La guida del Sole 24 Ore alla Consulenza Finanziaria Indipendente" edito dal Sole 24 Ore (Giugno 2008).

americani, giapponesi, svizzeri, sul grado di inclinazione delle curve dei tassi, *spread* tra i tassi a lunga scadenza e tassi a breve scadenza, sull'inflazione, ecc..

Tali nuovi contratti hanno spesso generato ulteriori e più consistenti perdite per gli imprenditori, che hanno portato a successive e continue rinegoziazioni. Nell'arco di pochi anni il meccanismo è andato fuori da ogni controllo.

La "bolla" derivati è scoppiata quando le banche non avendo più prodotti da proporre per dilazionare la perdita, hanno smesso di rinegoziare i prodotti. E così le imprese hanno cominciato a rendersi conto della speculazione - che avevano intrapreso ormai da anni - nel momento in cui si sono viste addebitare rate pesantissime (trimestrali, semestrali), mettendo in serio pericolo la situazione economico finanziaria della loro impresa. Anzi il danno economico è stato doppio.

Con l'aumentare dei tassi di interesse, molti imprenditori che avevano sottoscritto derivati erano convinti che il peso degli interessi sui finanziamenti doveva essere alleggerito proprio dal contratto derivato di "copertura" sottoscritto con la banca. E invece, ben presto molti imprenditori si sono trovati a pagare tassi di interesse elevati sui finanziamenti e pesanti flussi negativi sui derivati.

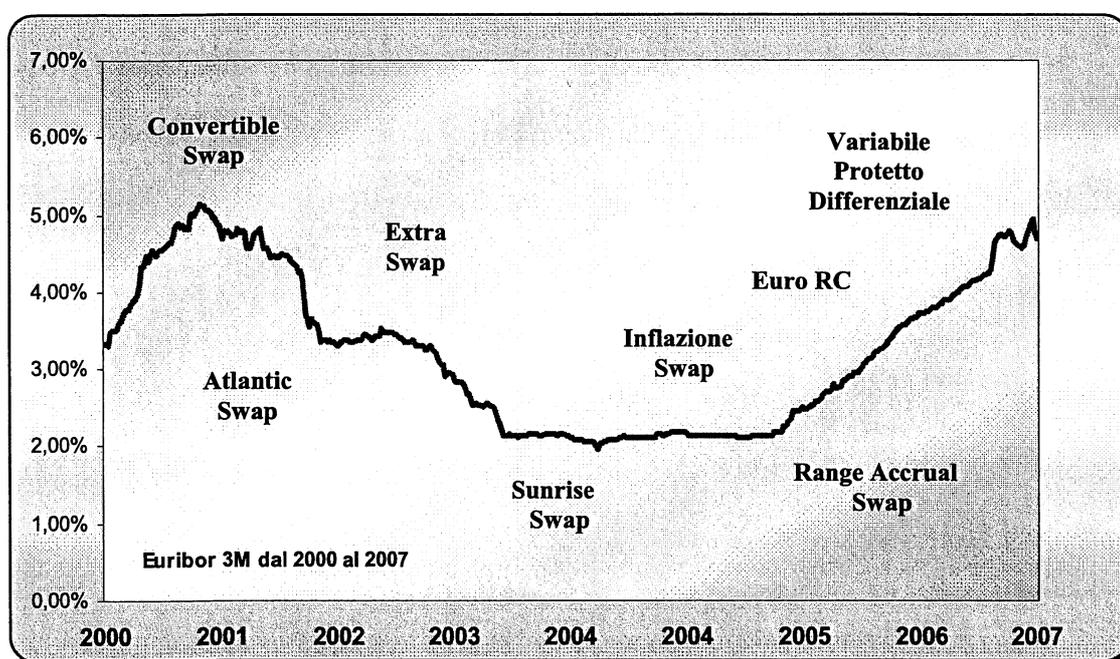
Un affare, ma per chi?

Su un campione di oltre 800 aziende che hanno sottoscritto derivati, risulta che in media le imprese hanno rinegoziato almeno 5 volte i contratti.

In particolare, è emerso come la proposizione e le successive rimodulazioni proposte dalle banche non tenevano conto dell'effettiva esigenza di copertura delle posizioni in essere, ma rispondevano ad una esigenza di vendita del prodotto "del momento".

Nei moltissimi casi posti alla nostra attenzione, abbiamo sempre riscontrato una quasi perfetta omogeneità nella successione dei contratti derivati sottoscritti dalle aziende. Segno evidente di come la copertura dai rischi legati ad un aumento dei tassi di interesse non abbia mai rappresentato l'interesse principale della banca.

Il Turnover dei contratti derivati dal 2000 al 2007



Deve essere opportunamente segnalato come, a differenza degli Enti Locali, la repentina diminuzione dei tassi non ha provocato ovunque una commisurata diminuzione dei MTM poiché le scommesse assunte dalle imprese risultano essere le più disparate: dall'azzardo sull'inclinazione della curva, a quello relativo al *credit risk* di uno Stato, passando per quello legato all'inflazione, per arrivare a quello connesso all'andamento dei tassi americani.

In Italia le banche nell'ambito dei derivati sui tassi di interesse, hanno svolto - nella maggioranza dei casi - un puro ruolo di intermediari finanziari: la banca assume un contratto derivato di segno contrario rispetto a quello venduto all'azienda cliente in modo da non avere alcuna esposizione diretta, guadagnando unicamente una commissione all'atto della vendita del prodotto.

Dall'analisi di oltre 4.000 derivati analizzati, è emerso come quasi tutti i contratti contenessero al momento della stipula una **commissione "implicita"** (non dichiarata dall'intermediario) **pari in media al 2,0% del valore nominale del contratto**.

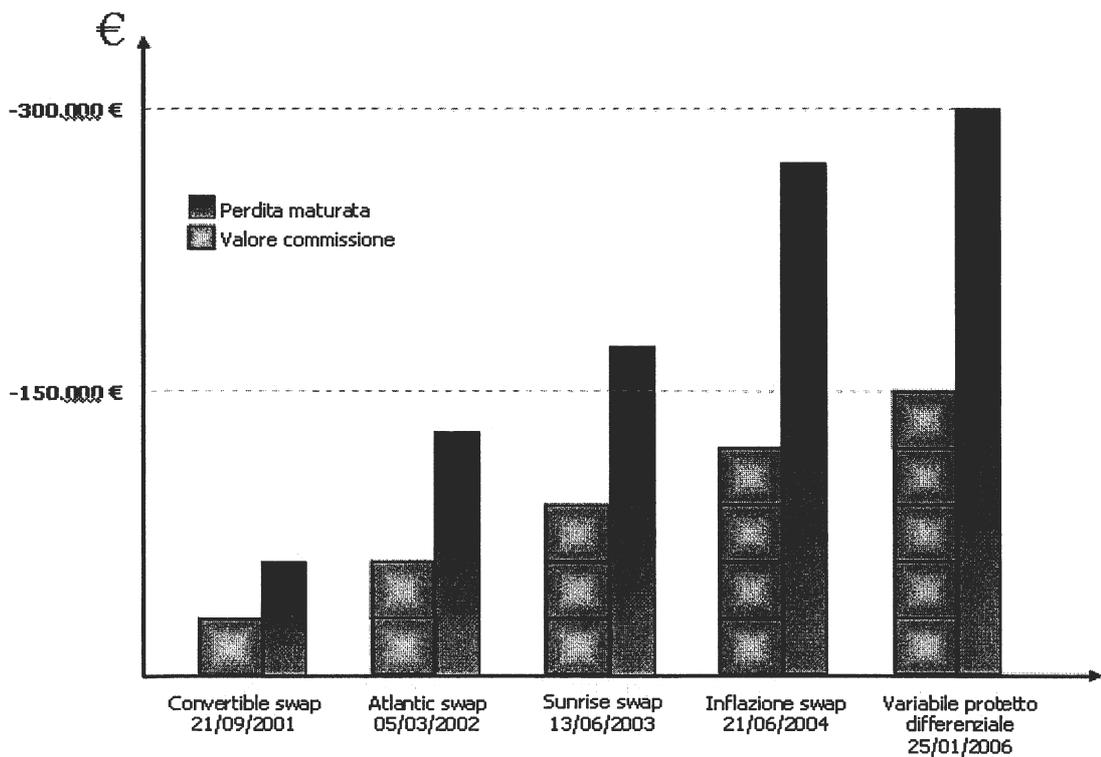
In dettaglio il valore di tale commissione aumenta in base al tipo di complessità del prodotto. I contratti *standard* senza contenuto opzionale (come gli Swap *Plain Vanilla*) sono quelli che presentano il valore commissionale minore pari in media allo 0,25%. Di conseguenza, è facile intuire come le reti bancarie si siano dedicate - rispetto ai prodotti *standard* - alla vendita di prodotti altamente sofisticati.

Dalle analisi è emerso, inoltre, come la perdita sostenuta dalle imprese, definita come la somma del valore di mercato dell'ultimo contratto in essere più la sommatoria dei flussi periodici generati fin dal primo contratto, è dovuta solo in parte al movimento avverso delle condizioni di mercato. Abbiamo, infatti, constatato come fino al 50% di tale perdita, sia dovuta alla somma di tutte le commissioni che l'intermediario incamerava ad ogni rinegoziazione di contratto.

Questo perché, la "commissione implicita" pagata in ciascun contratto dalle aziende è rappresentata dall'applicazione di condizioni contrattuali peggiorative rispetto alle condizioni di

mercato. Di conseguenza, in condizioni avverse di mercato, la perdita aumentava in misura più che proporzionale.

Figura 1: Andamento delle perdite sostenute dalle imprese con la sottoscrizione di contratti derivati e valore delle commissioni



Fonte: *elaborazione ufficio studi e ricerche Consultique®*

Gli effetti della entrata in vigore della direttiva MiFID

L'entrata in vigore della direttiva MiFID a partire dal 1 novembre 2007 ha apportato modifiche importanti nell'ambito della possibilità di sottoscrivere contratti derivati sui tassi di interesse.

Come sappiamo, la precedente regolamentazione prevedeva tutta una serie di doveri per gli intermediari nell'ambito dell'attività di collocamento di derivati OTC (art. 21 del regolamento CONSOB sugli intermediari).

Fermo restando i principi generali, le norme di comportamento più di dettaglio fissate in via regolamentare dalla CONSOB (in particolare doveri di informativa, di valutazione dell'adeguatezza e di attestazione e rendicontazione delle operazioni effettuate o disposte dai clienti) potevano essere in parte disapplicate qualora gli intermediari si trovassero ad interagire con clienti classificabili come "operatori qualificati".

Gli intermediari, infatti, potevano classificare come "operatore qualificato" una persona giuridica, quale un'impresa non finanziaria o un Ente locale, qualora il legale rappresentante della stessa attestasse per iscritto il possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari (l'articolo 31 sui "rapporti tra intermediari e speciali categorie di investitori").

Dunque, secondo la legge, per essere operatore qualificato bisognava soltanto dichiarare di esserlo.

Con l'entrata in vigore della direttiva MiFID è stata **introdotta una novità importante rappresentata da una più puntuale e articolata metodologia di classificazione della clientela.**

La MiFID introduce la distinzione fra clienti al dettaglio e clienti professionali che, in linea generale, riflette la distinzione fra “operatori qualificati” e altri investitori (cioè la clientela *retail*) del “vecchio” regime, **ma questa volta basandosi su criteri oggettivi.**

In particolare, è prevista la distinzione fra clienti professionali “*di diritto*” e clienti professionali “*su richiesta*”.

I clienti considerati professionali di diritto sono fondamentalmente:

- i. gli intermediari finanziari
- ii. gli investitori istituzionali
- iii. le grandi imprese non finanziarie che superano almeno due di tre parametri dimensionali predefiniti a livello di bilancio civilistico, ovvero:

1. attivo superiore a 20 milioni di euro
2. fatturato superiore a 40 milioni di euro
3. fondi propri superiori a 2 milioni di euro.

A tali clienti professionali privati “di diritto” si aggiungono quelli pubblici, che il Ministero dell’Economia e delle Finanze dovrà individuare con apposita disciplina, sentite la CONSOB e la Banca d’Italia.

La MiFID prevede poi che, affinché un cliente al dettaglio possa essere su propria richiesta classificato come professionale, l’intermediario deve valutarne adeguatamente le conoscenze e le esperienze ed essere sicuro che sia in grado di adottare consapevolmente le decisioni di investimento e comprendere i rischi che assume. Al tal fine non sarà più sufficiente, come nel

“vecchio regime”, una semplice “autocertificazione” del cliente; sarà necessaria una valutazione da parte dell’intermediario basata su elementi oggettivi².

Questa nuova impostazione ha avuto un impatto rilevante sul quadro della disciplina della vendita dei derivati alle imprese.

Le principali conseguenze “positive” che abbiamo riscontrato in seguito all’introduzione di questa forte “barriera all’entrata” (le soglie dimensionali fissate dalla MiFID per classificare un’impresa come “cliente professionale” risultano oggettivamente elevate, tenuto conto della elevata frammentazione del nostro sistema industriale e produttivo, ma anche della larga diffusione delle strutture di gruppo in quanto i parametri della MiFID si applicano infatti a livello di singola impresa) sono state:

- una decisa diminuzione della vendita di strumenti derivati da parte delle banche;
- una maggiore sensibilità da parte delle banche nella proposizioni di contratti derivati volti maggiormente ad assumere fini assicurativi o di copertura.

È possibile affermare come sia bastato, dunque, un intervento legislativo forte, chiaro e soprattutto non soggetto ad interpretazioni sull’individuazione dei soggetti che possono sottoscrivere derivati, per indurre l’industria bancaria a cambiare atteggiamento.

Tuttavia, se da un lato l’applicazione del nuovo regime ha avuto l’effetto di innalzare i livelli di tutela per le imprese, limitando fortemente la possibilità che esse siano classificate come clienti professionali, dall’altro c’è il grande problema che la direttiva MiFID non è retroattiva.

² Il cliente che non è professionale di diritto per diventarlo “su richiesta” deve possedere almeno due dei seguenti requisiti:

- a. avere effettuato operazioni di dimensioni significative o con frequenza minima prestabilita sul mercato in questione;
- b. avere una ricchezza finanziaria superiore a 500.000 euro;
- c. lavorare o avere lavorato nel settore finanziario.

Questo impedimento rimane in capo a tutte quelle aziende che, dopo il 1 novembre 2007, si sono viste recapitare dalla propria banca delle lettere in cui si affermava che erano stati classificate come “Clienti al Dettaglio”, ma che prima di tale data - sulla base di un’autocertificazione che attestava di possedere le medesime competenze di un intermediario finanziario - avevano sottoscritto contratti derivati speculativi e accumulato ingenti perdite.

Questo, forse, rappresenta l’aspetto più contraddittorio che ha generato questa evoluzione della normativa e che, ovviamente, non ha contribuito a sanare una pesante situazione nata in precedenza.

Di fronte a tale scenario, molte aziende colpite dalla scure dei derivati, comunque, non hanno mantenuto un atteggiamento passivo. Diverse aziende, infatti, così come molti Enti locali citati in precedenza, si sono rivolti a studi di consulenza finanziaria indipendente per risolvere nel migliore dei modi tale problema.

Il primo passo che viene compiuto è una perizia tecnica non del derivato in essere ma di tutti i contratti sottoscritti dall’azienda. Ciò è reso necessario al fine di verificare se tutti i contratti avevano delle caratteristiche di copertura o profili speculativi, il valore delle commissioni implicite presente in ciascun contratto e infine il costo della mancata copertura. Alla luce di tali elementi, l’azienda viene affiancata in una transizione con la banca per l’uscita definitiva dai contratti derivati – eliminando dunque un rischio pendente sui conti della società – alle migliori condizioni.

3 - Derivati venduti ai risparmiatori

Infine, teniamo ad evidenziare come **la vendita di strumenti derivati abbia riguardato la vasta platea dei singoli risparmiatori**. Certo non attraverso la vendita di *Swap*, bensì attraverso la vendita massiva delle cosiddette polizze *Index Linked*. Si tratta di strumenti finanziari, venduti da banche e da compagnie assicurative, che hanno una struttura molto simile alle obbligazioni, ma con diverse peculiarità. Infatti, il pagamento delle cedole annuali dipende dall'andamento dei derivati inseriti e il valore del capitale a scadenza è garantito da un'emittente che solitamente è rappresentato da una banca d'affari estera.

L'*appeal* commerciale per questa forma di investimento è rappresentato da una garanzia (non certo paragonabile a quella di uno Stato) di ricevere il capitale investito a scadenza, sperando di ottenere un rendimento maggiore rispetto ai Titoli di Stato se i derivati inseriti, spesso strettamente legati all'andamento dei mercati azionari, saranno risultati efficaci. Questa sorta di strumenti ibridi vengono costruiti acquistando mediamente il 15% del totale investito in strumenti derivati. Se consideriamo che negli ultimi 10 anni l'ammontare dei prodotti *Index Linked* venduti in Italia ammonta a circa 120 miliardi di Euro (fonte Ania), si deduce come anche nei risparmi dei piccoli e medi investitori italiani siano affluiti prodotti derivati pari a circa 18 miliardi di euro.

Si tratta di numeri impressionanti alla luce del fatto che nel 90% dei casi questi prodotti non hanno mai avuto un rendimento maggiore *bonds* emessi dallo Stato a fronte di un rischio

emittente superiore. Il problema/motivo di tale vasta vendita risiede anche in questo caso nel notevole guadagno in termini commissionali ottenuti dalle banche e compagnie assicurative. Infatti, la commissione media applicata su questi prodotti è pari al 8% - 10% del valore del capitale investito. Si tratta di un prelievo enorme alla luce del fatto che si tratta di un guadagno immediato - *una tantum* - che gli intermediari ottengono a fronte di prodotti di investimento che hanno una durata media pari a 5 anni.

In definitiva il risparmiatore, ignaro e impossibilitato a calcolare le sue effettive probabilità di successo nella scommessa, è soggetto a un trasferimento del rendimento dei suoi risparmi dalle sue tasche a quelle della banca o Compagnia di assicurazione.

Come evidenziato per gli enti locali e per le imprese, anche in questo caso ci troviamo di fronte ad una vendita di prodotti che prevedono un ritorno commissionale elevato per chi li vende e un conseguente trasferimento di rischi (di mercato - in termini di minor rendimento rispetto ai titoli di stato , di credito – chi garantisce solitamente è una banca d'affari estera con un rischio insolvenza superiore allo Stato italiano) per chi li acquista.

A differenza dei casi precedenti, il soggetto in questione che subisce la vendita di tali prodotti è nella maggioranza dei casi il piccolo risparmiatore, ossia il soggetto meno preparato e meno tutelato per difendersi dai rischi finanziari di tali prodotti.

La nostra associazione non ha mai consigliato un tale prodotto finanziario, interviene sempre a bloccare la vendita degli stessi in fase preventiva facendo emergere la vera natura nascosta dietro il prospetto informativo. Tutto questo dovrebbe far riflettere se non conviene



bloccare immediatamente tali prodotti di speculazione che poco hanno a che vedere con gli investimenti dei propri risparmi.

Signor Presidente, Commissione tutta Vi ringraziamo per averci ascoltato.

Verona, 6 maggio 2009

*Dott. Cesare Armellini
Presidente*

NAFOP

National Association Fee Only Planners

Via dei Mutilati, 3/d- 37122 Verona - tel. 045.8010894 - fax 045.595767 - info@nafop.org

ALLEGATO A

Interest Rate Swap: una breve definizione

Il termine “derivato” indica la derivazione del valore di uno strumento da un’attività sottostante quali un tasso di interesse, un tasso di cambio, un indice di mercato o anche il prezzo di materie prime.

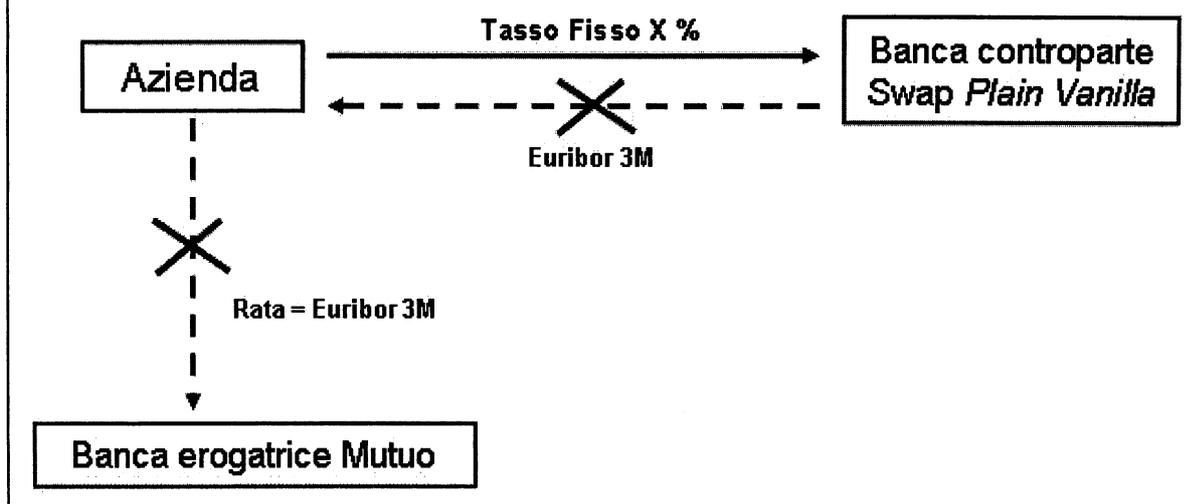
I derivati che hanno come sottostante i tassi di interesse di mercato prendono il nome di Interest Rate Swap. Si tratta di contratti bilaterali nati con lo scopo di gestire il rischio di tasso di interesse. La forma tipica di tale contratto, cosiddetta Plain Vanilla, prevede che una delle due controparti paghi un tasso di interesse fisso e riceva dall’altra un tasso di interesse variabile, entrambi calcolati su un importo monetario di riferimento (cosiddetto “valore nozionale” del derivato). Questo tipo di contratto consente di “swappare” ovvero trasformare una passività da tasso variabile in una a tasso fisso, o viceversa.

L’assunzione di derivati sui tassi di interesse come lo Swap Plain Vanilla ha come finalità principale la copertura contro una variazione al rialzo dei tassi di interesse.

Si prenda, ad esempio, un’impresa con dei finanziamenti a tasso variabile. Per prevenire un aumento degli oneri a seguito di inattesi aumenti dei tassi di interesse, potrebbe decidere di sottoscrivere un contratto IRS attraverso il quale trasforma il proprio debito da variabile in fisso, sapendo con certezza in futuro quale sarà l’ammontare in termini di interessi che pagherà sul debito contratto.

Interest Rate Swap: come funzionano

Gli *interest rate swap* sono contratti in cui due controparti, su un nominale di riferimento (uno, tre, dieci milioni di euro), si scambiano dei flussi periodici sulla base di un parametro variabile (ad esempio il tasso Euribor 3M) ed un tasso fisso. Solitamente la sottoscrizione di tale contratto da parte di un'impresa sottende un'esposizione debitoria a tasso variabile (mutui, finanziamenti...). Per coprirsi da un eventuale aumento dei tassi, la struttura appena descritta consente una copertura se a legarsi al tasso fisso è l'impresa. In questo modo, il flusso a tasso variabile ricevuto dalla banca con il derivato va a compensare la rata a tasso variabile pagata dall'azienda sul finanziamento in essere. All'azienda resta da pagare solo il flusso a tasso fisso sul derivato.



Inoltre il nominale di riferimento dovrebbe essere esattamente pari all'ammontare del finanziamento in essere e, dunque, seguire il medesimo piano di ammortamento. In questo caso, il derivato prende il nome di Amortizing Swap. Si tratta, dunque, di una soluzione innovativa che soddisfa in modo semplice ed efficace esigenze legate alla gestione del debito.

Tuttavia i derivati si prestano ad essere utilizzati anche con finalità speculative, scommettendo sul futuro andamento di variabili sottostanti.

Dal 2000 ad oggi si sono diffusi sul mercato derivati con schemi sempre più complessi, frutto di avanzate tecniche di ingegneria finanziaria, che combinano derivati di base con una serie di opzioni (Cap, Floor, Digitali, Asiatiche, ecc..) dando vita a formule e modalità di funzionamento di difficile comprensione. La presenza di clausole complesse ha reso spesso difficoltosa la valutazione del profilo rischio/rendimento anche per gli stessi operatori finanziari. Non solo. Tali strumenti rientrano nella comune definizione di derivati OTC (Over The Counter), ovvero trattati in mercati non regolamentati in quanto il basso livello di standardizzazione, di fatto, determina l'impossibilità alla circolazione e al trasferimento delle posizioni fra soggetti diversi dalle controparti originarie. Tale circostanza implica l'assenza di prezzi di riferimento generati da mercati secondari liquidi ed efficienti e di un meccanismo pubblico e trasparente di valorizzazione giornaliera del valore di mercato (cosiddetto mark to market).

Un partecipazione "consapevole" al mercato dei derivati OTC richiede, dunque, elevate competenze finanziarie e sofisticate capacità di gestione dei rischi.

Con il tempo è stata questa la tipologia di derivati, chiamati in gergo "esotici" per l'elevato contenuto speculativo, ad essere proposta sempre con maggior insistenza alla clientela per la copertura contro variazioni sfavorevoli dei tassi di interesse a breve delle proprie passività.



AssoFinance

Senato della Repubblica
VI Commissione Finanze e Tesoro

*Indagine conoscitiva sulla diffusione
degli strumenti di finanza derivata e
delle cartolarizzazioni nelle pubbliche
amministrazioni*

Audizione del vicepresidente di AssoFinance
Nicola Benini dottore commercialista

del responsabile legale avv.to Pierluigi Fadel
responsabile tecnico dott. Matteo Carradori.

Roma 6 maggio 2009

AssoFinance - Associazione Italiana dei Consulenti Finanziari Indipendenti
Via Giovanni Battista Pirelli, 26 - 20124 Milano
Numero Verde: 800.910.615 - Fax: 02.66.97.897
Web: www.assofinance.eu - Mail: info@assofinance.eu

Indice

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | Premessa (dott. N. Benini) | 2 |
| 2 | Le criticità rilevate sull'utilizzo e diffusione degli strumenti di finanza derivata nelle P.A. (dott. N. Benini) | 7 |
| 3 | Spunti critici di natura tecnica (dott. M. Carradori) | 17 |
| 3.1 | Premessa | 17 |
| 3.2 | Tasso fisso o tasso variabile? | 17 |
| 3.3 | Congruità ed adeguatezza | 19 |
| 3.4 | La deriva dei derivati | 21 |
| 3.4.1 | L'upfront | 21 |
| 3.4.2 | La ristrutturazione del debito | 24 |
| 3.4.3 | La variazione dei piani di ammortamento | 25 |
| 3.4.4 | L'impatto dei costi nel valore attuale dei derivati | 26 |
| 3.5 | Il mark to market | 29 |
| 4 | Spunti critici sulla normativa e prospettive di modifica "de jure condendo" (avv.to P. Fadel) | 30 |
| 4.1 | Il panorama normativo | 30 |
| 4.2 | <i>Sinking Fund</i> e <i>Amortizing Swap</i> | 37 |
| 4.3 | Sul "Novellato" Art. 62 D.L. 25 giugno 2008, n. 112 | 41 |
| 5 | Appendice quantitativa sulle metodologie usate | 44 |
| 5.1 | Valutazione mediante standard market model | 44 |
| 5.2 | Valutazione mediante modello di Hull-White e sua implementazione mediante simulazione Monte Carlo | 45 |
| 5.3 | La valutazione di Credit Default Swap | 51 |

1 Premessa

Il sottoscritto Nicola Benini ed i co-autori di questa memoria, avvocato Pierluigi Fadel e dottor Matteo Carradori in rappresentanza di Assofinance,¹, desiderano innanzitutto ringraziare il Presidente on. Mario Baldassarri, la sen. Cinzia Anna Bonfrisco per la fattiva collaborazione e la Commissione tutta per l'invito a partecipare a questa indagine il cui fenomeno è per noi oggetto di studio da circa sette anni.

Fanno parte dell'associazione anche professionisti iscritti ad altri Albi quali dottori commercialisti, revisori ed avvocati, docenti di matematica finanziaria con specializzazione in strumenti finanziari, ingegneri e fisici: le diverse figure hanno consentito il necessario approccio interdisciplinare per una più ampia comprensione del fenomeno.

Gli autori Benini e Carradori, inoltre, hanno direttamente operato in derivati come *traders*, accumulando complessivamente 23 anni di esperienze su contratti "*futures*" e di opzione su indici, titoli azionari ed obbligazioni governative, "*swaps*" ed opzioni sul mercato dei cambi² operando anche con strumenti "*Over the Counter*" e, pertanto, relazionano anche come soggetti che conoscono gli strumenti per averli concretamente utilizzati in conto ed interesse non di terzi ma proprio.

Per Assofinance non è un caso che quella del 2009 sia la terza Indagine Conoscitiva avente ad oggetto l'utilizzo di contratti finanziari derivati seppur, questa volta, con un perimetro soggettivo più ristretto: una evidente dimostrazione, oltre che della particolare complessità dei temi trattati, dell'esistenza di **differenti e non di rado contrastanti punti di osservazione e quindi di spiegazione** che possono essere forniti, non del tutto esauriti o completati nelle edizioni del 2005 e 2007.

A nostro sommo giudizio alcune affermazioni rilevate da chi ci ha preceduto non sempre trovano fondamento seguendo un rigoroso approccio scientifico ed accademico oppure empirico e pratico frutto delle concrete esperienze maturate. Nelle precedenti Indagini non è stato offerto sufficiente risalto alle testimonianze dei diretti interessati ovvero i singoli amministra-

¹Assofinance è associazione che rappresenta società e studi associati di consulenza finanziaria e/o diagnostica ed analisi finanziaria indipendenti. Si precisa, vista la novità della figura professionale, che è **consulente finanziario indipendente** colui, persona fisica o società (definita "impresa di investimento" dalla direttiva 2004/39/CE nota come MIFID) che svolge esclusivamente una attività intellettuale di consulenza retribuita unicamente a parcella professionale da parte della Cliente e pertanto **non** effettua attività di intermediazione finanziaria quali collocamento, gestione, negoziazione, raccolta e trasmissione di ordini.

²Il "*Foreign Exchange*" rappresenta il mercato interbancario sui tassi di cambio ed è per valore nozionale il più grande mercato finanziario al mondo

tori pubblici, i singoli collocatori, gli organi inquirenti come i Magistrati e la P.G. (Guardia di Finanza) che riteniamo potrebbero offrire un contributo prezioso anche a confronto con quanto seguirà di questa memoria.

La parte tecnica e quantitativa a cura del dott. Carradori, poggia su alcuni anni di raccolta di dati ed analisi finanziarie fatte applicando rigorosi processi e metodologie che hanno il conforto accademico internazionale. In tal senso viene allegata la dottrina di supporto definita "**Appendice quantitativa sulle metodologie utilizzate**" che invitiamo alla lettura perchè offre, immediatamente, il senso delle complessità legate al tema delle valutazioni. E' stato infatti necessario ricorrere a procedure di ingegneria finanziaria con un procedimento inverso rispetto alle procedure di costruzione dei prodotti. Un po' come fare la distinta base di un prodotto dopo averlo smontato.

Per quanto concerne le questioni più qualitative è stato fondamentale il contributo dei diretti interessati ovvero gli Enti stessi ed i rispettivi soggetti decisori coinvolti (dirigenti area finanza, sindaci, assessori ecc.).

In particolare in qualità di consulenti incaricati di volta in volta dagli stessi Enti o in alcuni casi anche direttamente dalla A.G. o in ausilio alla P.G., si è potuto potuto accedere direttamente alla documentazione contrattuale nonchè alla raccolta di numerose testimonianze dei funzionari che hanno partecipato o condotto delle "*diligence*" interne coprendo uno spettro di casistiche molto ampio.

Grazie anche alle inchieste, di diversa natura esse fossero, si è potuto estendere il perimetro soggettivo ad Enti di tutte le dimensioni mentre quello oggettivo all'analisi di tutte le tipologie di strumenti utilizzati. Tipologie da non confondersi con i nomi commerciali dei prodotti, spesso del tutto fantasiosi attribuiti dai diversi intermediari³ che **non** rappresentano pertanto uno specifico strumento, ma piuttosto un prodotto finanziario collocato serialmente⁴.

Le attività di studio ed analisi o le relative conclusioni sono state non di rado oggetto di pubblicazione e confronto attraverso i canali tradizionali della divulgazione scientifica quali convegni e seminari, in cui gli associati che si sono occupati sono stati invitati al contraddittorio con gli attori più

³Pertanto accanto ai più conosciuti IRS nella forma "*plain vanilla*" ed "IRS collar" abbiamo trovato anche i "*Flip Flop Irs Amortizing*", i "*Purple Collar*" anche in versione "*plus*", ed "*Irs In & Out*" assai più diffusi in centro e sud Italia, i "*Convertible swap*" più concentrati al nord, ancora gli "*IRS collar digital*" o i "*Cap Plus*" ecc.

⁴Da notare che il collocamento di certi prodotti, spesso identici, avveniva spesso tra piccoli comuni limitrofi.

tradizionali del mercato, ed attraverso la stampa specializzata in alcune inchieste dedicate ⁵

Una della società associate⁶ è stata selezionata come consulente tecnico per le due note inchieste televisive di “*Report*” che hanno permesso una diffusione pubblica del fenomeno: già in quella occasione, dopo circa sei mesi di lavoro, sono stati analizzati diverse decine di contratti relativi ad un campione eterogeneo di Enti e prodotti finanziari collocati da banche italiane ed estere.

Il confronto scientifico è avvenuto anche in via informale mediante contatti con soggetti a vario titolo coinvolti e tra questi anche alcuni magistrati della Corte dei Conti e delle Procure della Repubblica: queste ultime, in alcuni casi, stanno procedendo, con la importante collaborazione della Guardia di Finanza, ad alcune indagini volte a verificare l'esistenza di eventuali ipotesi di reato.

Da citare infine la fattiva collaborazione con il gruppo specialistico di studio dedicato agli Enti Locali dell' Associazione Italiana degli Analisti Finanziari (A.I.A.F.)⁷ che ha permesso un ulteriore impulso al confronto interdisciplinare in quanto i soggetti, partecipando agli incontri a titolo personale e non istituzionale, esprimono opinioni e riflessioni frutto delle concrete esperienze e del lavoro quotidiano.

Tra le attività anche alcune docenze tenute nell'ambito di corsi universitari o post universitari ed istituzionali. Tra queste un seminario specialistico a favore delle Sezioni Riunite di Controllo della Corte dei Conti, ⁸ in cui hanno partecipato anche diversi magistrati e referendari che hanno prodotto alcune recenti deliberazioni sul tema.

Al termine dei lavori è emersa l'importanza dei supporti di analisi statistico- quantitativa per poter offrire massima efficacia ed il ne-

⁵Gli associati Assofinance hanno partecipato, tra le altre, alle prime inchieste de “Il Sole 24 Ore” fin dal 2003 ed attivamente alle rubriche specialistiche di “Plus Sole 24 Ore”, sono relatori abituali nei convegni delle principali società di divulgazione scientifica finanziaria quali Paradigma, Synergia, Iside ecc.

⁶Ifaconsulting con sede in Verona

⁷L' Associazione Italiana Analisti Finanziari anch'essa convocata in questa Indagine, ha costituito nel 2007 un gruppo di studio composto da associati Assofinance e da soggetti provenienti non solo dall'analisi finanziaria e dal mondo bancario, ma anche magistrati della Corte dei Conti, commercialisti, avvocati, revisori contabili, funzionari delle società di Rating e funzionari pubblici.

⁸“Derivati negli enti locali, incidenza sui bilanci pubblici, fattori di criticità, e prospettive per il futuro della finanza pubblica” Seminario Permanente della Corte dei Conti, Roma 16-18 febbraio 2009

cessario completamento alle azioni di verifica giuridico e contabile delle Sezioni. Solo l'utilizzo di sofisticate perizie quantitative permetterebbero di confermare l'esistenza di talune criticità empiricamente dimostrate dai controllori.

Il 30 gennaio 2008 lo scrivente e l'avv.to Pierluigi Fadel hanno consegnato una relazione dimostrativa di analisi quantitativa sugli strumenti oggetto d'Indagine consegnata direttamente al Presidente della Commissione pro tempore sen. Giorgio Benvenuto che ha ritenuto a quel punto opportuno estendere l'invito per la successiva indagine temporaneamente sospesa per la crisi di governo. In tale relazione si è dimostrato, tra le altre, come le capacità di ingegnerizzazione dei prodotti ad opera congiunta di fisici, matematici e analisti quantitativi possano superare anche severe barriere e limiti via via imposti dal Legislatore.

Come accennato la base di studio poggia su dati fattuali e documentali di tutte le parti coinvolte: in particolare la contrattualistica e modulistica degli intermediari⁹ le determine dirigenziali ed altri atti dispositivi degli Enti, *memorandum* di offerta o di analisi delle operazioni, proposte commerciali, contratti di "advisory" stipulati tra le parti negoziali, analisi quali-quantitative finanziarie disposte anche dagli Enti stessi che hanno attivato procedure di monitoraggio e diligence economico-finanziaria.

Oggetto di studio sono stati Enti di tutte le dimensioni, da piccolissimi Comuni con poche centinaia di abitanti¹⁰ alle metropoli come Roma e Milano ed Enti non locali.

I contratti sui tassi di interesse fin qui visionati o analizzati dagli associati sono più di 450 per oltre 9 mld di euro di valore nozionale¹¹ e riconducibili a tutte le principali tipologie di strumenti finanziari collocati e/o rinegoziati da intermediari italiani ed esteri. Le valutazioni sono state fatte in coerenza ed imprescindibilmente alle quantità sottostanti agli strumenti derivati, essenzialmente le strutture di indebitamento degli Enti.

Infine, ma non per importanza, le analisi sono state estese anche ad alcu-

⁹"Accordi quadro" sia di diritto italiano o secondo gli *standards I.S.D.A.*, conferme d'ordine, "term sheets" esplicativi delle operazioni, certificazioni ex art. 31 Reg. Intermediari (operatore qualificato) ecc.

¹⁰Il più piccolo Polino prov. di Terni 284 abitanti

¹¹Stima prudente (per mancanza del tempo di fare un conteggio dettagliato) pari alla sommatoria dei contratti analizzati dalle due principali società associate ovvero C.F.I. di Pescara ed Ifaconsulting di Verona. La stima tiene conto delle frequenti rinegoziazioni contrattuali (o "unwinding")

ni derivati di credito in cui gli enti si sono trovati in posizione di venditori di *credit default swaps* (C.D.S.), ai fondi di ammortamento collegati ad emissioni di prestiti obbligazionari nella forma c.d. *bullet*¹², siano essi nella forma dei fondi interni o *sinking funds* o degli swap per l'ammortamento del debito (amortizing swap).

¹²ovvero a rimborso del capitale a scadenza

2 Le criticità rilevate sull'utilizzo e diffusione degli strumenti di finanza derivata nelle P.A.

Le analisi, con le modalità sopra esposte, hanno permesso di individuare quelli che secondo noi sono i principali fattori critici che hanno sbilanciato un delicato quanto complesso "trade off" (tridimensionale) tra innovazione finanziaria, utilizzo degli strumenti e regolamentazione nel rapporto tra domanda ed offerta di prodotti e servizi.

- Il primo sempre da noi citato consiste nelle forti **asimmetrie cognitive** oltre che informative tra domanda ed offerta in un ambiente generale di grave "deficit" di cultura ed educazione finanziaria¹³.

Non vi è alcun dubbio che un migliore livello di cultura finanziaria ed una adeguata formazione avrebbero sensibilmente ridotto "ab origine" le situazioni critiche e gli sviluppi patologici. **Da sempre sosteniamo che è necessario fare educazione finanziaria** fin dai primi anni di scuola e formazione specifica per i decisori specie se pubblici. Lo ribadiamo con estrema convinzione anche se può apparire, nel nostro ruolo, un conflitto di interesse (esplicito in questo caso!). Le conseguenze del deficit culturale sono arrivate al capolinea con l'attuale crisi finanziaria.

B. Bernanke presidente della FED ha espressamente affermato "I prodotti oscuri come i subprime, CDS (i derivati di credito utilizzati anche dagli Enti).. sono diventati emblematici della attuale crisi finanziaria. Guai quando la complessità riduce la trasparenza, impedisce la concorrenza e porta i consumatori a fare scelte sbagliate..; ..in alcuni casi la complessità serve semplicemente a mascherare pratiche ingiuste ed ingannevoli". Citiamo queste recentissime affermazioni (dibattito post ultimo G-20, aprile 2009) perchè rinvenibili negli atti di tanti convegni di questi ultimi 6 anni in cui gli scriventi, parlando di derivati, si sono confrontati sul ruolo della finanza nell'economia e sull'eccesso di finanziarizzazione in economia.

¹³Anna Maria Tarantola vice direttore generale di Bankitalia ha definito la carenza di educazione finanziaria "una vera emergenza nazionale" ancora ha affermato che "è necessario portare in modo stabile iniziative di formazione in materia economica e finanziaria nella scuola" ma ci piace ricordare il dott. Alessandro Profumo a.d. Unicredit quando cita un esempio che da anni richiamiamo in tutti i convegni circa la funzione delle banche: "siamo come le industrie farmaceutiche solo che non c'è il dottore che prescrive il prodotto e siamo noi stessi che abbiamo anche questo ruolo". In realtà i dottori esistono da alcuni anni, ma non sono ancora noti al largo pubblico.

Le innovazioni finanziarie devono seguire alcune regole imprescindibili: la comprensibilità secondo la diligenza ordinaria, la consapevolezza **anche** da lato offerta¹⁴, l'utilizzabilità finalizzata agli obiettivi programmati ed alla maggiore efficacia e/o efficienza¹⁵.

Il mercato dei derivati negli Enti è cresciuto negli anni con un tasso di crescita e di complessità eccessiva rispetto alle reali necessità. Come meglio vedremo in molti casi non ci sarebbe stata alcuna necessità di utilizzarli oppure sarebbe stato più che sufficiente ricorrere alla finanza ordinaria.

- **Mancata separazione funzionale tra le attività di consulenza strumentale e abbinata ai servizi di vendita/collocamento (c.d. attività di "arranging") rispetto a quelle di consulenza oggettiva e/o analisi/diagnostica finanziaria (la vera e propria "advisory").** La distinzione, citata anche nelle audizioni e nel recente (quanto sofferto) Documento CONSOB del 2 marzo 2009¹⁶ e della Corte dei Conti (rinvenibile anche in numerose Deliberazioni) è fondamentale è merita alcune puntualizzazioni.

Tecnicamente è "*arranger*" quel soggetto che ingegnerizza, predispone ed adatta gli strumenti per realizzare concretamente la struttura dell'operazione. In genere vi è una prima fase di "produzione" ad opera di quella che in gergo si definisce "l'officina finanziaria" e il successivo collocamento diretto tramite intermediari/ rivenditori ("*sellers*") che pertanto, in quella sede, svolgono una attività di **consulenza del tutto incidentale** a richiesta.

E' "*advisor*" (o dovrebbe essere tale) **colui che consiglia** e suggerisce natura e tipologia degli strumenti efficaci e più efficienti, **in funzione di obiettivi ed esigenze** generali e poi specifiche in rispetto del fondamentale **principio di adeguatezza** ai bisogni. Se

¹⁴Troppe volte si è notata una generale acriticità tra chi produce il prodotto finanziario e chi lo vende

¹⁵Citiamo i fondamentali presupposti della "*Know your customer e la merchandise rule*" e la "*suitability*" ben radicati anche nei principi del diritto italiano e non solo inglese

¹⁶Comunicazione CONSOB n° 9019104 "*Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*" dove in premessa si legge "*L'intermediazione finanziaria avviene in un contesto di asimmetrie informative. complessità, costi dell'informazione e grado di cultura finanziaria determinano un deficit in capo alla clientela, la cui intensità è direttamente legata alla tipologia dell'operazione ed alla natura del cliente medesimo*". Assofinance ha partecipato attivamente alla lunga consultazione pubblica di quello che probabilmente è stato il documento CONSOB più contestato (dagli intermediari) quanto gradito (dai consumatori e consulenti indipendenti) sui servizi di investimento

il consulente è indipendente, opera nell'interesse esclusivo della mandante e da questi viene esclusivamente retribuita. L'advisor con queste caratteristiche è **naturale controparte e contraddittorio rispetto all'intermediario o "arranger"**.

Con questa separazione funzionale oggettiva e soggettiva **si eliminano implicitamente i potenziali conflitti di interesse.**

Questa distinzione così importante è stata purtroppo recepita in tempi molto recenti e spesso solo a seguito delle perdite emerse da alcuni Enti.

Troppo spesso si è rilevato che gli Enti non hanno **procedure di programmazione e pianificazione sul debito, non conoscono il rischio finanziario come grandezza finanziaria.**

Il rischio è stato gestito ed ancora oggi in molti casi solo **per induzione** dello stesso collocatore e non come scelta consapevole mediante una valutazione preventiva di quantificazione.

La presenza, ancora molto rara, di consulenti esterni indipendenti ha sostanzialmente annullato i problemi di incongruità ed inadeguatezza delle operazioni.

Solo in tempi molto recenti alcuni enti hanno iniziato a proporre bandi di gara per consulenze finanziarie a soggetti consulenti indipendenti¹⁷

- **La mancata conoscenza del rischio finanziario** inteso come variabile quantificabile e misurabile e non fattore soggettivo che rientra nella sfera delle percezioni (rischio non è uguale pericolo!).

Il caso derivati è emblematico e dimostrativo dell'importanza e valenza della c.d. "finanza comportamentale" dove si dimostra come all'aumentare della complessità ed opacità le decisioni vengono prese per effetto di fattori distorsivi della consapevolezza quali fattori

¹⁷Eclatante, in senso negativo, quanto successo a Milano quando lo scorso anno il comune aveva indetto un bando di gara (n°60/luglio 2008) per l'analisi dei contratti derivati in essere con le quattro banche internazionali legati al noto prestito obbligazionario a cui potevano partecipare solo soggetti intermediari di strumenti derivati (ovvero in pratica le stesse banche collocatrici). Gara a quel punto abbandonata da tutti i consulenti potenzialmente interessati per ovvia mancanza del requisito di essere intermediari e che ha prodotto il ricorso di *Nextam Sgr* contro il comune. Da notare, peraltro, che nessuna banca si era proposta.

emozionali, errori percettivi, euristiche decisionali che favoriscono l'induzione in errore.

Gli Enti a malapena percepiscono il c.d. "rischio mercato", poco o nulla conoscono di altri rischi finanziari peraltro drammaticamente emersi con la recente crisi.¹⁸

- **Carenze nelle "disclosures" di Bilancio, mancata conoscenza dei costi applicati ai prodotti, inapplicazione di norme di legge.** In primo luogo si rileva un **fondamentale errore di fondo nella percezione (e conseguente rilevazione nei bilanci) tra effetti finanziari e di contenuto economico.** Flussi di cassa attivi ed MTM positivi vengono automaticamente percepiti come "utile", se negativi come "perdita" (errore percettivo/ euristico).¹⁹ Si ribadisce che qualora un Ente abbia ricevuto flussi positivi **non necessariamente** è in guadagno economico. Per estremo anche laddove avesse contestualmente un MTM positivo! Come peraltro più volte evidenziato anche da CONSOB già alla sottoscrizione il conto economico è negativo pari al costo (implicito) sostenuto. Finanziariamente non appare nulla²⁰

¹⁸Oltre al rischio mercato le decisioni devono essere prese in consapevolezza dei **rischi di credito** (la vendita di "*Credit default swaps*" mette una seria ipoteca sulle capacità degli enti di percezione di tale rischio), **rischi di liquidità** (i derivati collocati presso gli Enti non hanno mercato in quanto venduti molto spesso in contropartita diretta e non come intermediazione di uno strumento di mercato), **rischi operazionali** anche interni all'Ente (si pensi alla gestione "allegra" delle Deleghe verificata anche dalla Corte dei Conti), **rischi di valutazione** (come e con quale modello finanziario si calcola l' M.T.M.?) e **convessità** (il prodotto ha una distribuzione probabilistica del rischio di tipo simmetrico?) nella valutazione degli strumenti derivati.

¹⁹Purtroppo il sistema contabile di riferimento per gli Enti Pubblici oltre ad essere prettamente finanziario e non economico non è mai stato disciplinato in modo completo in tema di strumenti finanziari specie se derivati. Oltre ai principi contabili dell' Osservatorio del Ministero dell' Interno alcune utili indicazioni si traggono dalla codifica S.I.O.P.E. dove però l' M.T.M. non trova alcuna indicazione di allocazione. E' stato risolto il problema della corretta allocazione degli "*upfront*" che è considerato debito e va contabilizzato nei trasferimenti di capitale. Nei recenti convegno di AIAF a Milano del 20 aprile scorso ed Assofinance del 23 è stata ribadita la necessità di separare anche contabilmente gli effetti prodotti dalle variazioni di mercato ed effettivamente aventi natura di "oneri finanziari" dai costi di intermediazione/negoziazione che invece hanno natura diversa e pertanto vanno scorporati ed indicati come oneri per servizi. La distinzione (teoricamente obbligatoria per le corporate) darebbe maggior rispetto ai principi di trasparenza e chiarezza del Bilancio ed evitare la facile confusione e commistione tra elementi diversi. **Il lettore del Bilancio così potrebbe finalmente apprezzare quanto dell' MTM e delle regolazioni periodiche (flussi) è effettivamente conseguenza delle variabili di mercato e quanto invece effetto dei costi di intermediazione**

²⁰Il costo implicito si sarebbe palesato solo se subito dopo la sottoscrizione L'Ente, ancora in invarianza di mercato, avesse chiesto l'annullamento dell'operazione ed il riacquisto da parte della banca del medesimo contratto. Non a caso nel Documento CONSOB citato viene posta la raccomandazione di indicare il valore dello strumento subito dopo la sottoscrizione del cliente.

Anche laddove un derivato viene chiuso con MTM positivo per l'Ente non è improbabile che ciò abbia comportato comunque una perdita economica non rilevata (così come teoricamente un MTM negativo non è automaticamente assimilabile ad una perdita economica!). Infatti i premi incassati a titolo di "upfront" o anche l' M.T.M. positivo riconosciuti non sono quasi mai congrui rispetto al rischio atteso.

Un semplice esempio chiarificatore.

Si immagini che l'Ente sia un Assicuratore (in quanto assume rischio a fronte di un "upfront" oppure ha sottoscritto un contratto "non par") e la banca sia l'assicurato (tipico caso delle operazioni non di copertura ovvero di ristrutturazione o "gestione attiva" del debito) dove il nostro assicuratore incassa il premio di una polizza RC auto relativa ad un automobilista di classe prima (senza incidenti pregressi a carico) che circola abitualmente a Belluno (città considerata a basso rischio) ma in realtà non sa che sta assicurando un automobilista di ultima classe (responsabile di molti incidenti) che guida a Napoli ovvero un comune ad altissima sinistrosità (non ne abbiano a male i tanti amici campani!).

Certo, se va molto bene ed è fortunato, l'assicuratore (l'Ente) mantiene il valore del premio incassato ma in realtà lo stesso doveva essere molto più elevato! La differenza di minore ricavo rispetto ad un valore equo (incasso di un premio o liquidazione del contratto con "mispricing" ovvero, se positivo, ad un valore inferiore al suo valore equo ("fair value")) è di fatto perdita economica per il mancato riconoscimento del rischio sostenuto. Solo dopo aver calcolato i costi impliciti globalmente sostenuti ed eventuali mancati "upfront" (in sottoscrizione, o nelle rimodulazioni varie) è possibile sapere se globalmente l'operazione (non di copertura) liquidata anticipatamente è stata anche economicamente positiva per l'Ente e non solo dai flussi pagati ed incassati!

Solo con una perizia tecnica quantitativa che valuta l'operazione derivata e contestualmente l'effetto del mercato sul debito sottostante è possibile a quel punto certificare l'avvenuta convenienza dell'operazione specie se di imperfetta copertura o come spesso è successo ovvero di rimodulazione del debito da fisso a variabile o ancora di "gestione attiva del debito"²¹.

²¹Per quanto sappiamo di fare arrabbiare qualcuno ma si ribadisce che il concetto di "gestione attiva di un debito" altro non è che assimilabile che ad una gestione finalizzata alla ricerca di plusvalenze finanziarie basate sull'azzeccata scelta degli strumenti ("selection")

Ad aggravare la mancata applicazione, per quasi la metà dei comuni italiani²² del comma 383 della legge finanziaria 2008²³ che dimostra la scarsa percezione anche contabile di questa discrasia.

- **Il Mancato versamento dei c.d. “margin di garanzia”.** Come noto il versamento di collaterali a margine costituisce nei mercati derivati quotati ufficialmente la garanzia per eccellenza per il mantenimento della stessa “integrità dei mercati”.

Nei mercati OTC la banca può prendersi il rischio di inadempimento di controparte oppure concedere delle garanzie in genere fidejussorie.

Anche in questo caso un esempio per capire: tra giocatori di poker i soldi sono messi sul piatto PRIMA di giocare per evitare l'insolvenza di qualcuno. La posta in gioco è chiaramente quella sul piatto.

La richiesta di margini iniziali e di margini in adeguamento durante la vita delle operazioni non di copertura **consente una immediata percezione del rischio iniziale** (in funzione della percentuale richiesta inizialmente) e **del rischio c.d. “dinamico”** a seguito degli adeguamenti in aumento o diminuzione richiesti proprio al variare delle variabili di mercato.

Invitiamo il lettore ad immaginare che **cosa sarebbe successo se oltre a dichiarare il costo effettivo delle operazioni a carico dell' Ente, in genere da un minimo dell'1% del valore nozionale dei contratti fino anche al 5% (o addirittura in casi di grave patologia intorno al 10%), i funzionari che proponevano le operazioni (siamo sempre nell'ipotesi di non copertura tecnica) avessero chiesto anche un margine di garanzia “cash” o quasi “cash” (ovvero strumenti come CCT o BTP abitualmente richiesti per le “clearing house”) pari al 10% o più da versare sul conto margini della banca.**

Crediamo, senza possibilità di essere smentiti, che pochissimi Enti o forse nessuno avrebbe sottoscritto contratti derivati (ma il ragionamento sarebbe ulteriormente estendibile alle decine di migliaia di

ed alle capacità previsive (*timing*). Alcuni premi nobel dell' economia , ma soprattutto i dati reali smentiscono le capacità dei gestori di poter ricavare extra- rendimenti rispetto ad un “benchmark” di mercato

²²cfr. audizione Corte dei Conti febbraio 2009

²³L'emendamento Bonfrisco che opportunamente imponeva di allegare una nota sugli impegni ed oneri finanziari da allegare al Bilancio Previsionale. L' applicazione severa della norma avrebbe permesso finalmente di conoscere l' MTM e la distribuzione attesa dei “cash flow” per gli enti

PMI che hanno sottoscritto derivati rivelatesi non di copertura ma di “negoziatozione”²⁴

- **Procedure di gara per la selezione dell’intermediario basate su criteri soggettivi.**

In pratica è il c.d. effetto blasone o anche effetto “gregge” (seguen-
do semplicemente quanto fatto da enti limitrofi) e non oggettivi quali
competenza ed indipendenza di giudizio del consulente.

- **Eccesso di delega** da parte del consiglio comunale alla giunta e da
queste ai dirigenti preposti. La responsabilità di queste operazioni è
del Consiglio che deve poi, fatte le opportune verifiche, deve dare pre-
ciso indirizzo ai dirigenti preposti.
- **Gli enti sono incappati anche nei rischi contrattuali** favorita dal fat-
to che la **consulenza legale quasi sempre veniva delegata agli
stessi consulenti dell’intermediario**. In molti casi non è stata
fatta alcuna “*diligence*” legale preventiva su tutta la modulistica sot-
toscritta.

Gli Enti soprattutto medi e piccoli non conoscono le normative e so-
prattutto gli **usi negoziali di settore** e sono incappati nei classici
rischi contrattuali dovuti ad arbitraggi di convenienza favoriti dalla
giurisdizione e/o legislazione *crossborder*

- **Utilizzo di strumenti finanziari derivati senza necessità.**

Il caso classico concerne la mancanza del rischio finanziario che rende
del tutto inutile sottoscrivere un derivato che a quel punto invece che
trasferire il rischio alla banca lo induce.²⁵

Molto interessanti sono tutti quei casi in cui, in rapporto al debito
sottostante, **le operazioni non hanno ridotto il costo finale del
debito come prescritto dall’art.41 comma secondo della Leg-
ge 448/01 (Finanziaria 2002).**

²⁴termine tecnico per definire operazioni a natura speculativa o di “*trading*”

²⁵Invitiamo alla lettura della esemplare Deliberazione n°127/2008 relativa al comune di
Fonzaso- referendario relatore dott.ssa Morgante

Ci riferiamo alle numerose operazioni di “ristrutturazione del debito” tipiche di molti comuni medi e piccoli spesso indebitati esclusivamente a tasso fisso con la CC.DD.PP. Il tema della **mancata valutazione preventiva di economicità** è fondamentale e trattato a seguire dal dott. Carradori: ci limitiamo a segnalare che ci sono indagini in corso da parte di alcune Procure della Repubblica per verificare se l'utilizzo di derivati permetteva una riduzione di valore attuale finanziario delle passività future attese rispetto a quelle passate ex art 41 cit.. Nei casi da noi analizzati non abbiamo mai trovato documenti in cui l'ente stesso avesse fatto una preventiva autonoma valutazione di convenienza, mentre solo in casi eccezionali la stessa veniva fornita dalla stessa banca intermediaria.

La valutazione deve tuttavia **tener conto delle commissioni implicite** che incidono sensibilmente nel calcolo di convenienza (al netto del beneficio fiscale ex art.2 D.Lgs.239/06).

In ogni caso **l'utilizzo di derivati (in genere “IRS collar” su un indebitamento persistente a tasso fisso al fine della ristrutturazione dello stesso a tasso variabile (caso di molti enti medio piccoli) non consente alcun risparmio ma un aggravio economico e finanziario se non altro per il fatto che il derivato ha comunque un costo** e quindi tali operazioni sono teoricamente nulle o meglio risolvibili.

- Distorsioni percettive causate dall'incasso di “*upfront*” che invece si sarebbero dovuti utilizzare per l'aggiustamento dei premi (a sconto o premio) in sede di rimodulazione²⁶
- Programmazione e **rimodulazione delle operazioni in funzione di modelli previsivi** o semplici previsioni di mercato in genere forniti dallo stesso intermediario. **Questo è un errore quanto comune quanto grave.**²⁷.

Le migliori pratiche di “*risk management*” **non** si basano sulle capacità previsive di mercato (statisticamente fallaci e distribuite in modo

²⁶cfr.art.3 comma secondo lettera f del DM 389/2003, art 3 Circolare Ministero del Tesoro 27 maggio 2004 n°1

²⁷E' altrettanto grave affermare che le perdite o i guadagni degli Enti sono sostanzialmente dovuti ad errori nelle previsioni sull'andamento dei tassi di interesse. Un Ente non può fare previsioni e non è autorizzato a farlo. Evidenze empiriche dimostrano che anche i migliori uffici studi delle principali banche mondiali le sbagliano con regolare sistematicità. Un Ente locale non è un operatore finanziario

casuale), ma piuttosto sulle **analisi endogene legate agli obiettivi di Bilancio, alla specifica tolleranza e propensione al rischio una volta che questo rischio è stato preventivamente individuato e quantificato.**

Gli Enti, anche quando hanno utilizzato strumenti finanziari intrinsecamente adeguati ed efficaci, li hanno spesso rinegoziati in funzione di ipotetici andamenti dei mercati e non in base ai propri obiettivi e variabili legate al bilancio dell'ente pubblico subendo danni economici, non sempre palesati finanziariamente, anche molto gravi.

- Diversi enti che hanno emesso prestiti obbligazionari (Buoni ordinari comunali, regionali ecc.) hanno, come prevedono le norme vigenti, costituito un **fondo per l'ammortamento del debito** ("*sinking fund*").

In molti casi questo è avvenuto antecedentemente alla regolamentazione più restrittiva del D.M. 389 ed alla Circolare esplicativa del Ministero del Tesoro del 27 maggio 2004.

Siamo a conoscenza che alcune regioni hanno in portafoglio titoli a bassa liquidità e con profili di rischio non compatibili con le finalità del fondo stesso. Infatti l'Ente, a fronte di un extra rendimento offerto dall'intermediario rispetto al tasso euribor²⁸ si prende in carico tutto il rischio mercato, di credito, di liquidità di questi titoli che potrebbe compromettere la capacità di rimborso a scadenza²⁹. E' necessario rendere pubbliche le composizioni di questi portafogli e soprattutto procedere ad una "*diligence*" tecnica dei medesimi per valutarne il valore liquidativo calcolato a "*fair value*" ed il rischio di sostenibilità.

Le moderne metodologie quantitative, oggi decisamente più affinate rispetto a quando sono stati creati tali fondi, consentirebbero di valutare il rischio a scadenza e di monitorare tali portafogli procedendo ai necessari aggiustamenti ed arbitraggi per il mantenimento del rappor-

²⁸rendimento per il *sinking fund* superiore in genere a quello riconosciuto implicitamente negli swap di ammortamento tradizionali

²⁹L'anomalia risiede nel fatto che L'Ente prende in carico i rischi di portafoglio, mentre l'intermediario gode dei frutti (maggiori rendimenti grazie a titoli di maggiore rischiosità) senza aver preventivamente fatto una analisi di rischio rendimento ovvero se esisteva effettivamente una convenienza per il fatto che il maggior rendimento era tale da giustificare il rischio atteso sugli strumenti finanziari.

to rischio/rendimento sul livello prescelto.

A complicare la situazione siamo a conoscenza che vi sono serie difficoltà nella possibilità di modificare i titoli poichè sono state imposte commissioni di arbitraggio del tutto fuori mercato e in misura tale da rendere di fatto quasi impossibile ogni modifica di portafoglio. Questo perchè gli intermediari hanno a loro volta coperto i titoli più liquidi con C.D.S. sostenendone l'onere che viene così ribaltato sul costo di arbitraggio.

Si invita codesta spettabilissima Commissione a valutare l'opportunità di procedere con delle indagini e verifiche sulle attuali composizioni dei portafogli collegati ad emissioni come quelle delle Regioni dove alcune inchieste hanno già evidenziato le criticità ed i potenziali rischi.

- **Alcuni Enti hanno utilizzato sofisticati derivati di credito ovvero i "credit default swaps"³⁰.**

Gli Enti si sono posti come venditori (incassando quindi dei premi³¹) e garantendo, pertanto, le controparti bancarie internazionali dal rischio "default" sulle emissioni di debito del Tesoro (B.T.P.).

Tecnicamente queste operazioni, se considerate insieme all' I.R.S. di ammortamento consentono di creare un "sinking fund" sintetico eliminando il rischio di controparte del conto segregato dove vengono versate le rate dello stesso swap di ammortamento.

Tuttavia sugli stessi grava un dubbio di legittimità legale in quanto, seppur non disciplinati in alcuna delle norme di settore, comportano una inversione di ruolo tra soggetto "assicurato" ed "assicuratore". Questo fatto contrasta con il principio se un Ente possa assumersi rischi creditizi e per di più di soggetti terzi.

Inoltre vi è un pericoloso legame funzionale tra gli eventi che farebbero scattare la garanzia a favore delle banche e le motivazioni che potrebbero consentire una risoluzione anticipata delle strutture IRS. In pratica un "early termination event" sullo swap potrebbe far scattare l'analogo "credit event" del C.D.S.

³⁰Il C.D.S. è un derivato di protezione dal rischio insolvenza o altro evento creditizio come un semplice "downgrade su una obbligazione" a favore dell'acquirente a fronte di uno o più pagamenti periodici per il costo della copertura a favore del venditore.

³¹in un caso il premio non è stato neppure incassato

3 Spunti critici di natura tecnica

3.1 Premessa

Obiettivo di questa sezione è di sottoporre alla Vostra attenzione profili di criticità tecnica riscontrati nei casi analizzati.

Quello che preme è far realizzare che la materia è complessa e difficilmente imbrigliabile attraverso norme giuridiche che possono essere facilmente superate, nel bene o nel male, utilizzando artifici tecnici finanziari.

3.2 Tasso fisso o tasso variabile?

Anzitutto necessita un chiarimento la possibilità di scelta tra debito a tasso fisso o tasso variabile. Questa non deve essere ispirata da una volontà speculativa in relazione ai futuri andamenti dei tassi di interesse, ma piuttosto da una ragionata valutazione delle capacità dell'Ente di far fronte ai propri impegni finanziari. In questo senso, un Ente che si trovasse in sofferenza con un rialzo dei tassi di interesse deve optare per un tasso fisso; viceversa se un rialzo dei tassi non dovesse costituire pregiudizio per un Ente, questo potrebbe indicizzare il proprio debito per inseguire la possibilità di beneficiare da un ribasso dei tassi di interesse.

Deve essere chiaro quindi che la scelta di un debito a tasso fisso comporta il rischio di perdere opportunità (date da un ribasso dei tassi di interesse) ma non di perdere del denaro, posto che si è predeterminato ex-ante l'onere cui sarà assoggettato l'Ente.

La scelta di un tasso variabile invece consente di avere opportunità, ma con il rischio di perdere del denaro (dovuto ad un rialzo dei tassi di interesse).

Non si vuole entrare nel merito di scelte che competono singolarmente ad ogni Ente, tuttavia va rilevato che l'indebitamento a tasso variabile viene dagli stessi contratto esclusivamente con controparti Bancarie o attraverso emissioni obbligazionarie. E' facilmente dimostrabile che risulti più efficiente definire un debito a tasso variabile e convertirlo a tasso fisso attraverso un'operazione in derivati piuttosto che negoziare direttamente il debito a tasso fisso. Per questo le operazioni in derivati, con finalità di copertura, dovrebbero avere ad oggetto esclusivamente, fatte salve alcune rare eccezioni³², dei sottostanti debiti a tasso variabile, ponendosi l'obiettivo di eliminare (attraverso IRS) o limitare (attraverso cap o collar) la variabilità dei sottostanti debiti indicizzati.

³²Si fa riferimento ad una situazione rara ma incontrata nella nostra attività di consulenza, alla situazione in cui l'Ente, attraverso strutturazioni in derivati, ripristini le condizioni originarie di un debito ristrutturato.

Non a caso la stessa ABI, nel corso della sua audizione, fornisce degli esempi di strutturazione in derivati (IRS, Cap e Collar) solo a copertura di sottostanti debiti a tasso variabile e non viceversa (pg. 59 e sgg. della audizione del Dr. Domenico Santececca del 01 Aprile 2009).

Pare molto meno sensato sotto un profilo tecnico, servirsi degli strumenti finanziari derivati per mutare il profilo finanziario dell'indebitamento spostandosi da tasso fisso a variabile o viceversa in funzione dei mutati scenari di mercato sui tassi di interesse (cd. "gestione attiva del debito"). Le ragioni di questa affermazione stanno nella volatilità dei mercati finanziari, che contribuisce già anche solo un secondo dopo la eventuale negoziazione di un derivato a determinare se la scelta effettuata sia risultata, ex-post, giusta o sbagliata, imponendo, se del caso una nuova ulteriore modificazione. Vedremo poi nel paragrafo 3.4.4 cosa questo rischi di comportare sotto il profilo dei costi.

Un semplice esempio chiarirà il concetto. Se un investitore detiene in portafoglio un titolo e questo perde il 10%, può decidere di liquidarlo, ma questo non gli permetterà di evitare la perdita già concretizzata del 10%; la sua scelta sarà stata corretta se il titolo continuerà a perdere, avendo evitato perdite ulteriori a quel 10%. Così un altro investitore senza titoli in portafoglio, dopo un rialzo del 10% potrà decidere di investire, ma la sua scelta risulterà premiante solo se il titolo scelto continuerà a crescere di valore. Le stesse argomentazioni possono essere spostate sul mercato dei tassi di interesse, in occasione di una loro discesa (e quindi una volontà di optare per un tasso variabile) o risalita (e quindi una volontà di optare per un tasso fisso).

Come è facile intuire, quanto segue ad una scelta è poi frutto del caso.

L'unica cosa certa è che qualsiasi decisione che comporti un'operazione ha un costo, le commissioni (nell'esempio di un'operatività su titoli esplicite) riconosciute alla Banca per la intermediazione.

E' questo fatto che ha portato Warren Buffett, il più grande investitore della storia, a dichiarare in una sua celebre massima "... se ti piace saltare dentro e fuori dal mercato, vorrei essere il tuo broker, sicuramente non il tuo socio...".

Come dimostreremo nel paragrafo 3.4.4 la continua negoziazione rischia effettivamente di portare più costi che benefici.

3.3 Congruità ed adeguatezza

Pare opportuno spiegare e distinguere due concetti quando si parla di strumenti finanziari derivati legati ad un sottostante debito: congruità ed adeguatezza.

Per **congruità** si intende la corrispondenza tra l'importo nozionale del debito e l'importo nozionale di riferimento dell'operazione in derivati. Sotto questo profilo i casi esaminati nella nostra esperienza ci portano a dire che non esistano anomalie quali leve speculative³³.

Ma il concetto di congruità non va confuso con la adeguatezza. Si definisce **adeguatezza** l'aderenza delle caratteristiche finanziarie di un derivato alle finalità per le quali il derivato è stato posto in essere.

Ad esempio, se la finalità fosse di copertura occorre chiarire il concetto di copertura. Sulla sostanza³⁴ del concetto riportiamo alcuni autorevoli pareri:

1. **Comunicazione Consob n.DI/99013791 del 26-02-1999.** "un'operazione può essere definita "di copertura" quando:
 - Sia esplicitamente posta in essere per ridurre la rischiosità di base;
 - Sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia, etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine;
 - Le condizioni ai punti precedenti risultino documentate da evidenze interne degli intermediari e siano approvate, anche in via generale con riguardo ad operazioni aventi caratteristiche ricorrenti, dalla funzione di controllo interno;
2. **Principi contabili internazionali (IAS 39).** L'*hedge accounting* è possibile per operazioni di copertura che soddisfino questi requisiti:
 - La copertura deve rivelarsi altamente efficace;
 - L'efficacia deve essere misurata con criteri affidabili;
 - La finalità di copertura deve protrarsi per tutta la durata del contratto e la sua efficacia deve permanere e poter essere misurabile continuativamente;

³³Si intende per leva speculativa quando l'importo nozionale di un'operazione in derivati supera l'importo nozionale del debito sottostante; gli effetti di mercato in questo caso non compensano i movimenti del sottostante, ma li amplificano sia che i riflessi siano positivi che negativi.

³⁴E non sull'applicabilità o i contesti in cui sono stati enunciati questi principi, del tutto irrilevanti rispetto alla sostanza che si propongono di disciplinare

- una transazione futura cui sia associato un contratto di copertura deve essere altamente probabile e soggetta a variazioni nei relativi *cash flows* tali da condizionare il risultato netto della società;

3. **Dottrina finanziaria, John C.Hull, “Opzioni Futures e Altri Derivati”**. “Gli *Hedgers* si trovano a fronteggiare il rischio associato con il prezzo di un’attività e, per ridurre o eliminare questo rischio, ricorrono ai derivati. Gli speculatori desiderano scommettere sui futuri movimenti del prezzo di un’attività”

Tutte le fonti citate convergono nel definire **copertura la riduzione della variabilità del sottostante**. Qualsiasi strumento derivato che incrementi questa variabilità (o lasci inalterati i possibili esiti rischiosi) si configurerebbe come una operazione speculativa.

Quindi, in conclusione, **un’operazione in derivati può benissimo essere congrua, ma non adeguata**. Basti pensare ad un’operazione che trasformi perfettamente, sul medesimo importo nozionale, un tasso variabile euro in un tasso variabile non di area euro, più volatile: mancherebbe lo scopo di riduzione del rischio, pur essendoci le caratteristiche di congruità. Ecco perchè la sola congruità non può essere da sola indice di correttezza dell’operazione stipulata.

3.4 La deriva dei derivati

3.4.1 L'upfront

L'*upfront* in un contratto derivato può manifestarsi in due circostanze:

- In occasione di una nuova sottoscrizione è il valore monetario che una delle due parti dovrebbe percepire al fine di riequilibrare le condizioni finanziarie fissate nel contratto. In alcuni casi questo valore viene parzialmente corrisposto da una delle parti e quindi si manifesta monetariamente con un accredito sul conto corrente al momento della stipula.
- In occasione di una sostituzione/rinegoziazione di un contratto finanziario in derivati, è il valore monetario che una delle due parti percepisce a (parziale) riequilibrio delle condizioni finanziarie fissate nel nuovo contratto destinato ad assorbire le perdite, in termini di mark to market, del contratto precedentemente stipulato. Può accadere che lo sbilancio del nuovo contratto sia tale da consentire l'estinzione del contratto precedente ed anche consentire di ottenere un ulteriore reale accredito sul conto corrente.

Nel caso non ci sia alcuna manifestazione monetaria positiva per l'Ente, l'*upfront* diviene un costo implicito sostenuto dallo stesso. La Consob, con comunicazione n.9019104 del 02 Marzo 2009 definisce il costo implicito come il valore di smobilizzo dell'investimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato³⁵ Ogni operazione in derivati prevede infatti una combinazione di prestazioni sbilanciata a favore della Banca (cd. contratti "*non par*")³⁶ in considerazione dei dati di mercato, per cui il valore complessivo

³⁵La comunicazione dice "si raccomanda così in primo luogo di effettuare la scomposizione (c.d. *unbundling*) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione nel prodotto illiquido, distinguendo *fair value* (con separata indicazione per l'eventuale componente derivativa) e costi anche a manifestazione differita - che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente. A quest'ultimo è fornita indicazione del valore di smobilizzo dell'investimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato".

³⁶La definizione di contratti "non par" ci è fornita dal Direttore Generale della CONSOB, Dr. Massimo Tezzon, durante l'audizione del 30-10-2007 tenuta presso la VI commissione Finanze; nella medesima audizione è stato affermato: "Negli accertamenti si è avuta evidenza che il prezzo dei contratti era spesso particolarmente vantaggioso per le Banche. In sostanza, i derivati erano proposti alla Clientela come contratti alla pari, o cd. par, mentre in realtà presentavano un valore di mercato negativo per Imprese ed Enti locali." Ed inoltre "La corretta valutazione e pricing di questi strumenti richiede sofisticate competenze matematiche e finanziarie tipicamente presenti solo fra il personale degli stessi intermediari".

del contratto risulta da subito negativo per la Cliente in caso di sottoscrizione, oppure eccede (in negativo) il valore di estinzione dei contratti in quel momento in essere in caso di sostituzione.

E' evidente che qualsiasi incasso *upfront* dovuto a contratti finanziari derivati va configurato come una forma di indebitamento a rischio per gli Enti. Se infatti l'operazione sottoscritta fosse adeguata, non ci sarebbe necessità alcuna di renderla squilibrata (costi a parte) solo per ottenere del denaro. La finalità manifesta in questo caso sarebbe quella di assunzione di un rischio, in cambio del suo controvalore finanziario. Ecco perchè si tratterebbe di un finanziamento (ottenimento di risorse finanziarie) a rischio (perchè il suo ripagamento nel tempo potrà risultare superiore o inferiore (o addirittura nullo) rispetto ad una normale operazione di indebitamento in funzione delle dinamiche delle variabili contrattuali.

Altra criticità si rinviene nelle circostanze in cui l'Ente ristrutturava il contratto in derivati percependo un *upfront* pari all'1% del nozionale, come previsto dalla legge; l'anomalia risiede nel fatto che la precedente operazione perdeva già il 6% del nozionale e pertanto l'*upfront* reale del nuovo contratto era pari al 7% (trascurando i costi impliciti).
Riportiamo nella tabella a pagina che segue un caso reale.

Si tratta un altro esempio di come sia difficile disciplinare la materia, o quantomeno renderla soggetta ad interpretazioni univoche³⁷

³⁷A mero titolo di esempio basti pensare che la norma sul premio sconto non superiore al 1% del nozionale (e ci si chiede, nel caso sia in ammortamento, se vada preso quello medio o iniziale), poteva essere bypassata creando una struttura che finanziariamente garantisse incassi certi per l'Ente anche superiori a tale livello nei primi mesi del contratto, salvo poi prevedere un'analogha penalizzazione o una analogha assunzione di rischio per il futuro.

| Contratto | Causale | Data | Mark to market contratto originario | Mark to market nuovo contratto | Upfront teorico nuovo contratto | Upfront corrisposto | Costo implicito |
|-----------|---------|--------|--|-----------------------------------|------------------------------------|------------------------|-----------------|
| 1 | | mar-03 | -0.29% | | | | |
| 2 | Unw 1 | giu-05 | | -4.96% | -4.66% | 1.00% | -3.66% |

3.4.2 La ristrutturazione del debito

Molte operazioni in strumenti finanziari derivati analizzate consistono nella trasformazione di un debito a tasso fisso (tipicamente contratto con Cassa Depositi e Prestiti) in un debito con tasso fisso inferiore col rischio che lo stesso, in caso di rialzo dei tassi di interesse, diventi a tasso variabile e quindi più oneroso.

Trascurando per ora l'aspetto meramente speculativo dell'operazione, si pone un altro problema ovvero al fatto che l'operazione in derivati costituisca una ristrutturazione del precedente debito.

Molte determinazioni di Enti analizzate spiegano il rationale economico e quindi la finalità di queste operazioni parlando espressamente di **ristrutturazione del debito preesistente con Cassa Depositi e Prestiti**.

Tuttavia, se il tema è la ristrutturazione del debito, questa è disciplinata dalla Legge Finanziaria del 2002³⁸ che impone che le condizioni di rifinanziamento consentano **una riduzione del valore finanziario delle passività a carico degli Enti stessi**.

Se il preesistente debito ha un valore attuale, e il nuovo debito è costituito dallo stesso debito preesistente oltre al nuovo derivato sottoscritto, avendo quest'ultimo, come visto in precedenza, sin da subito un valore di mercato negativo a causa dei costi impliciti, ne consegue che il valore finanziario della passività a carico dell'Ente è aumentata con certezza e quindi l'operazione non è conveniente sotto il profilo finanziario³⁹.

³⁸L.28-12-2001 n.448, Art.41

³⁹Si fa riferimento in questo caso alla interpretazione, nota agli operatori perchè di dominio pubblico, della Procura della Repubblica di Milano sulla inclusione dei costi impliciti dovuti ai derivati nel calcolo di convenienza economica

3.4.3 La variazione dei piani di ammortamento

Si è detto riguardo alla adeguatezza di un contratto derivato ovvero l'aderenza delle caratteristiche finanziarie di un derivato alle finalità per le quali il derivato è stato posto in essere. Un'altro elemento di criticità, oltre all'improprio utilizzo dell'*upfront* che piega la natura dei derivati (finanziamento) su finalità diverse da quelle per cui gli strumenti sono nati (copertura o speculazione), è la stipula di contratti le cui caratteristiche finanziarie consentono benefici per alcuni limitati periodi, rinviando gli oneri o rischi di pari valore finanziario al futuro.

Un caso paradigmatico riscontrato nella nostra attività di consulenza è quello di derivati il cui nozionale "lato Banca" ha un piano di ammortamento coerente con l'indebitamento sottostante, mentre il piano di ammortamento "lato Ente" ha un piano di ammortamento diverso ed inizialmente inferiore a quello "lato Banca". Trascurando le condizioni finanziarie, è di immediata percezione che se inizialmente l'onere a carico della Banca è funzione di un nozionale più alto (quello che l'Ente effettivamente ha in essere sul suo sottostante debito) di quello dell'Ente, quest'ultimo possa trarne beneficio. Il fattore di criticità consiste nel fatto che **questo beneficio immediato va a poi ad inasprire le condizioni future, quando i rapporti tra i due nozionali saranno invertiti.**

3.4.4 L'impatto dei costi nel valore attuale dei derivati

Il problema dei costi impliciti non risiede nel fatto che esistano o meno, ma nel fatto che sono invisibili ed impliciti nelle condizioni contrattuali. E' del tutto evidente che queste ultime siano esplicite, ma la determinazione del loro reale valore finanziario, quindi dell'efficienza degli stessi derivati, implichi un livello di conoscenze ben superiore anche al bagaglio tecnico della media di operatori del settore.

L'efficienza o meno dei prodotti incide sulla loro efficacia e, per prodotti derivati OTC per i quali non esiste un prezzo di mercato, al fine di poterne valutare l'equità, occorre essere in grado di stimarne un valore. Per fare questo occorre non solo aver frequentato corsi di dottorato o almeno di master in matematica o finanza quantitativa, ma soprattutto, aver avuto esperienze nelle sale *trading* delle più rilevanti banche internazionali. A testimonianza di quanto affermato sarà sufficiente avere riguardo della appendice quantitativa dove sono riportati alcuni modelli e procedure numeriche applicabili al fine di ottenere una stima del valore di un derivato.

Come si osserva dalla dottrina specialistica (si veda Hull, Opzioni Future ed Altri Derivati, pg.530 e seguenti), "i derivati su tassi di interesse sono più difficili da valutare rispetto ai derivati su opzioni e valute. I motivi sono diversi:

- Il comportamento probabilistico di un singolo tasso d'interesse è più complesso di quello del prezzo di un'azione o di un tasso di cambio;
- Per valutare un insieme di prodotti è necessario sviluppare un modello che descriva il comportamento dell'intera curva dei tassi;
- Le volatilità di diversi punti della curva dei tassi sono diverse;
- I tassi di interesse vengono utilizzati sia per definire i valori finali dei derivati sia per attualizzarli."

Ai fini di una corretta valutazione del contratto occorre pertanto:

- Avere a disposizione dati di mercato quali la curva dei tassi di interesse e la superficie di volatilità di cap/floor⁴⁰ e/o delle swaptions⁴¹. Tali dati sono disponibili solamente con la sottoscrizione di *data provider* finanziari a pagamento come, ad esempio, Bloomberg e Reuters.
- Disporre di un modello teorico di mercato che possa descrivere anche la possibile evoluzione della struttura a termine dei tassi di interesse in quanto tale fenomeno può incidere sensibilmente sugli esiti futuri del contratto.

⁴⁰Si tratta delle opzioni su tassi di interesse

⁴¹Si tratta delle opzioni su swap su tassi di interesse

- Stimare i parametri del modello teorico di mercato, “calibrandoli” sui dati di mercato disponibili e citati al precedente primo punto, servendosi di procedure numeriche di ottimizzazione.
- Replicare su programmi di tipo matematico-finanziario-statistico (es. Matlab) la struttura finanziaria del contratto in questione.

Come pertanto si può intuire, la disponibilità di dati, strumenti e conoscenze matematiche-finanziarie-statistiche quali quelle evidenziate (assolutamente indispensabili ai fini della determinazione del valore dei prodotti derivati strutturati) e la loro possibilità di utilizzo non può essere patrimonio di tutti gli Enti sul territorio nazionale, sicuramente non di quelli meno strutturati.

La mancanza di dati e competenze, unita alla opacità dei valori di questi contratti contribuisce, spesso in modo decisivo, a generare situazioni di patologia finanziaria. Un esempio chiarirà meglio il concetto. Se si sottoscrive un derivato con un costo implicito pari al 3% del nozionale, il mercato dovrà essersi mosso dal suo stato attuale per almeno il 3% del valore prima che lo stesso possa produrre un esito positivo per l'Ente. Invece basterà un qualsiasi peggioramento per incrementare la perdita per l'Ente a partire da quel - 3%. Banalmente quindi, lo stesso contratto con un costo implicito del 2% risulterà di pari efficacia ma maggiormente efficiente. Il fatto è che se si conosce quel costo del 3% lo stesso può essere oggetto di negoziazione tra le parti o misura di efficienza tra più proposte da diverse controparti a parità di strutture finanziarie; se quel dato non si conosce, lo si accetta supinamente e si può pensare di sottoscrivere molteplici operazioni nella errata convinzione che non comportino alcun costo.

Spesso si rischia, nel caso di più operazioni sottoscritte e rinegoziate, che sia maggiore l'impatto dei costi impliciti sostenuti rispetto agli effetti di mercato. Nella tabella che segue 1 un caso concreto di più sottoscrizioni con dati normalizzati sul valore di liquidazione dei contratti ad una specifica data: **in questo caso specifico i costi impliciti hanno rappresentato il 76% del valore di liquidazione dei derivati.**

| Contratto | Mtm Sottoscrizione | Mtm Unwinding | Mtm gennaio 09 | Variazione imputabile al mercato | Flussi | Totale effetti di mercato | Totale mispricing | Anticipi |
|-----------|-----------------------|------------------|-------------------|-------------------------------------|--------|---------------------------|-------------------|----------|
| 1 mag-03 | -21.60% | -26.18% | | -4.58% | 0.04% | -4.54% | -20.00% | 7.35% |
| 2 ott-03 | -35.92% | -16.27% | | 19.65% | 0.27% | 19.92% | -9.74% | 1.14% |
| 3 nov-04 | -23.82% | -15.41% | | 8.40% | 4.61% | 13.01% | -7.54% | |
| 4 lug-05 | -5.53% | -14.15% | | -8.63% | 1.19% | -7.44% | -5.53% | 1.20% |
| 5 lug-05 | -5.10% | -14.82% | | -9.72% | 1.55% | -8.17% | -5.10% | |
| 6 gen-06 | -22.44% | -54.15% | | -31.70% | 1.89% | -29.82% | -7.03% | |
| 7 giu-07 | -46.90% | | -44.77% | 2.13% | -4.99% | -2.86% | -9.70% | |
| 8 giu-07 | -57.85% | | -55.23% | 2.62% | -6.15% | -3.53% | -11.93% | |
| Totale | | | -100.00% | -21.82% | -1.60% | -23.42% | -76.58% | 9.70% |

Tabella 1: Contributo alla determinazione del danno imputabile all'intervento del mercato; i valori sono stati tutti relativizzati sul valore finale del mark to market. La voce anticipi è la parte di costo implicito riconosciuta all'Ente (cd upfront).

3.5 Il mark to market

Infine alcune considerazioni sul *mark to market* o valore di liquidazione dei contratti derivati. A prescindere dalla adeguatezza delle operazioni poste in essere, queste modificano le condizioni contrattuali del debito sottostante. Quindi un Ente può avere un sottostante debito a tasso variabile che per effetto del derivato è divenuto a tasso fisso. Supponiamo che dalla stipula del derivato si assista ad una forte riduzione dei tassi di interesse; il valore attuale del debito sottostante risulterebbe inferiore, tuttavia il valore di liquidazione del derivato sarà negativa e tale da compensare il minor costo del preesistente debito.

Non pare pertanto possibile ignorare che il valore del debito dell'Ente non sia solo quello relativo al debito, ma del debito sommato del valore liquidativo del derivato (e quindi, in questo caso, maggiore).

Il derivato non può pertanto essere scisso dal debito cui è correlato e non può essere trascurato nell'ambito della valorizzazione di quel debito.

Se è quindi vero che i derivati non costituiscono nuovo debito (almeno quelli che non nascono con quella finalità come visto in precedenza in relazione agli *upfront*), è vero che la loro valorizzazione ed esplicitazione è un esercizio utile e di trasparenza nel caso si voglia determinare la reale consistenza del valore attuale dei debiti degli Enti.

4 Spunti critici sulla normativa e prospettive di modifica “*de jure condendo*”

4.1 Il panorama normativo

Il progressivo riconoscimento in capo agli enti locali di una perfetta autonomia finanziaria, iniziato già nel 1994 con l’eliminazione del regime di monopolio della Cassa Depositi e Prestiti nell’erogazione del credito⁴² e continuato con la riforma costituzionale del 2001,⁴³ ha comportato la necessità per questi enti di reperire nuove risorse esterne per il finanziamento delle proprie spese di investimento.

In questo contesto gli enti territoriali sono stati indotti a ritagliarsi percorsi alternativi di sostenibilità finanziaria, rivolgendosi a nuovi canali di finanziamento per controbilanciare i recenti tagli dei finanziamenti.⁴⁴

In un tal panorama, caratterizzato dal sempre maggior utilizzo di strumenti di raccolta del denaro, si è assistito ad un progressivo sviluppo, in una logica di gestione attiva del debito, dell’utilizzazione di strumenti di finanza c.d. innovativa, quali appunto i contratti derivati.

In materia di ricorso all’indebitamento da parte degli enti locali, tuttavia, l’art. 202 del T.U.E.L. (D. Lgs. n. 267 del 2000), fissa il principio generale in base al quale l’indebitamento di tali enti può essere destinato a finanziare solo spese in conto capitale e non spese correnti (anche se consente il ricorso a mutui passivi anche per il finanziamento di debiti fuori bilancio e per altre destinazioni di legge).

Sul punto il “novellato” art. 119 Cost., riconoscendo costituzionalmente l’autonomia finanziaria degli enti pubblici territoriali, ha stabilito che tali Enti possono ricorrere all’indebitamento solo per finanziare spese di investimento,⁴⁵ imprimendo, in tal modo, un vincolo di destinazione tale per cui un investimento dev’essere finanziato esclusivamente con risorse proprie (salvo, ed in via eccezionale, il ricorso all’assunzione di nuovi prestiti).

Al fine di dare interpretazione ed attuazione a tale dettato costituzionale, il legislatore, con la legge finanziaria per il 2004, ha definito le regole per il

⁴²Legge 23 dicembre 1994, n. 724, così come attuata con il D.M. 5 luglio 1996, n. 420.

⁴³Legge costituzionale 18 ottobre 2001, n. 3.

⁴⁴Cfr. Audizione dei rappresentanti della Corte dei conti del 3 marzo 2005 in merito alla “Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati” condotta dalla VI Commissione finanze della Camera dei deputati, p. 25.

⁴⁵Cfr. art. 119 Cost., comma 1, dove si afferma che “I Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni hanno autonomia finanziaria di entrata e di spesa”.

ricorso all'indebitamento da parte delle regioni e degli enti locali, individuando specificamente le operazioni riconducibili al concetto di indebitamento.⁴⁶

Per quanto riguarda poi gli strumenti di gestione del debito pubblico utilizzabili dagli enti locali nella propria attività di gestione finanziaria, la legge finanziaria per il 2002 ha previsto la possibilità per tali enti di emettere titoli obbligazionari con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza (c.d. *bullet*), previa costituzione, al momento dell'emissione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di *swap* per l'ammortamento del debito. Veniva prevista, inoltre, la facoltà di provvedere alla conversione dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996, anche mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegoziazioni dei mutui, in presenza di condizioni di rifinanziamento purché consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi.

Veniva istituito, peraltro, un sistema di vigilanza ispettiva e regolamentare riservato al Ministero dell'economia e della finanza al Ministro dell'interno.⁴⁷

E' evidente a tal proposito la *ratio* del legislatore volta ad evitare che l'attività di gestione attiva del debito da parte dell'ente pubblico territoriale venga distortamente finalizzata a far fronte ad esigenze di spesa corrente traslando nel medio lungo periodo gli oneri del proprio indebitamento.

Con il D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, attuativo dell'art. 41, comma 1 della legge n. 488 del 2001 (finanziaria per il 2002),⁴⁸ il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha dettato i principi fondamentali regolanti l'accesso

⁴⁶Cfr. art 3, commi 16-21, legge 24 dicembre 2003, n. 350.

⁴⁷Cfr. Art. 41, comma 1, legge 28 dicembre 2001, n. 448, laddove si afferma che "al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di monitorare gli andamenti di finanza pubblica, il Ministero dell'economia e delle finanze coordina l'accesso al mercato dei capitali delle province, dei comuni, delle unioni di comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, di cui all'articolo 2 del testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali, di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni. A tal fine i predetti enti comunicano periodicamente allo stesso Ministero i dati relativi alla propria situazione finanziaria. Il contenuto e le modalità del coordinamento nonché dell'invio dei dati sono stabiliti con decreto del Ministero dell'economia e delle finanze da emanare di concerto con il Ministro dell'interno, sentita la Conferenza unificata di cui all'articolo 8 del decreto legislativo 28 agosto 1997, n. 281, entro trenta giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge. Con lo stesso decreto sono approvate le norme relative all'ammortamento del debito e all'utilizzo degli strumenti derivati da parte dei succitati enti".

⁴⁸D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, *Regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni*, emesso dal Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro dell'interno, ai sensi dell'art. 41, comma 1, della l. 28 dicembre 2001, n. 448.

al mercato dei capitali da parte degli enti locali.

In particolare, sono stati da un lato delineati gli elementi propri della struttura di ammortamento (fondo di ammortamento del debito ovvero *swap* per l'ammortamento del debito) imposti in presenza di un'operazione di emissione obbligazionaria realizzata nella forma *bullet*, con obbligo di rimborso del capitale in un'unica soluzione a scadenza;⁴⁹ dall'altro, in via del tutto innovativa, sono state previste importate novità con riferimento all'utilizzo di strumenti finanziari derivati.⁵⁰

Per quanto attiene al primo punto, come si avrà meglio modo di spiegare in seguito, è stato espressamente previsto come i contratti relativi alla gestione di un fondo per l'ammortamento del capitale da rimborsare (c.d. *sinking fund*) o, alternativamente, per la conclusione di uno *swap* per l'ammortamento del debito (c.d. *amortizing swap*), possano essere conclusi soltanto con intermediari contraddistinti da un adeguato merito creditizio, così come certificato da note agenzie di *rating* riconosciute a livello internazionale. Con particolare riferimento al fondo di ammortamento, è stato previsto che le somme accantonate possano essere investite esclusivamente in titoli obbligazionari di enti e amministrazioni pubbliche nonché di società a partecipazione pubblica di Stati appartenenti all'Unione Europea.

Per quanto concerne invece l'operatività degli enti territoriali in strumenti derivati, il decreto ministeriale ha previsto, in caso di operazioni di indebitamento effettuate in valute diverse dall'Euro, l'obbligo per gli enti esposti a tale rischio di cambio di stipula di contratti di "*swap* di tassi di cambio", finalizzati alla copertura di detto rischio.

Il decreto, inoltre, ha concesso la possibilità per gli enti territoriali di sottoscrivere contratti di *interest swap*, *forward rate agreement*, *interest rate cap* e di *interest rate collar*; di concludere altre operazioni derivate contenenti combinazioni delle fattispecie negoziali precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo predefinito; nonché altre

⁴⁹Cfr. art. 41, comma 2, legge 28 dicembre 2001, laddove, come detto, si afferma che gli enti "possono emettere titoli obbligazionari con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di *swap* per l'ammortamento del debito".

⁵⁰Invero, l'utilizzo di contratti derivati da parte di enti locali è stato per la prima volta disciplinato dall'art. 2 del decreto del Ministro del tesoro del 5 luglio 1996, n. 420. Tale norma prevedeva che, nell'ipotesi in cui fossero emessi da enti locali prestiti obbligazionari in valuta e su mercati esteri, questi avrebbero dovuto stipulare, per la copertura del rischio di cambio derivante dalla sottostante operazione di indebitamento in valuta, un contratto *swap* a copertura del rischio di cambio.

operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito.⁵¹

Con la circolare esplicativa del 24 maggio 2004 (G.U. del 3 giugno 2004, n. 128), il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha tentato di chiarire alcuni aspetti interpretativi necessari per una corretta applicazione delle norme contenute nel succitato regolamento.

In particolare, con riferimento all'investimento delle somme accantonate nel fondo di ammortamento (*sinking fund*), è stata sottolineata l'importanza del *rating* nella selezione dei soggetti emittenti i titoli utilizzati per la costituzione del fondo e sono stati fissati, in una logica di riduzione del rischio di credito,⁵² dei precisi limiti in merito alle tipologie di obbligazioni utilizzabili. Viene fatto obbligo, peraltro, di vincolare la scadenza degli investimenti alla durata del fondo di ammortamento.

Viene sottolineata la necessità che gli enti territoriali, nella fase precon-

⁵¹Cfr. art. 3, comma 2, D.M. n. 389 del 2003, laddove si afferma che *“in aggiunta alle operazioni di cui al comma 1 del presente articolo e all'articolo 2 del presente decreto, sono inoltre consentite le seguenti operazioni derivate: a) «swap di tasso di interesse» tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi, collegati ai principali parametri del mercato finanziario, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti; b) acquisto di «forward rate agreement» in cui due parti concordano il tasso di interesse che l'acquirente del forward si impegna a pagare su un capitale stabilito ad una determinata data futura; c) acquisto di «cap» di tasso di interesse in cui l'acquirente viene garantito da aumenti del tasso di interesse da corrispondere oltre il livello stabilito; d) acquisto di «collar» di tasso di interesse in cui all'acquirente viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di un minimo e un massimo prestabiliti; e) altre operazioni derivate contenenti combinazioni di operazioni di cui ai punti precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo predefinito; f) altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito, solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività. Dette operazioni sono consentite ove i flussi con esse ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non 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 da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore a 1% del nozionale della sottostante passività”*.

⁵²Cfr. art. 2, Circolare 24 maggio 2004, cit., secondo cui *“per quanto concerne invece l'investimento delle somme accantonate nel fondo o nello swap di ammortamento, la gamma degli strumenti ammessi a tal fine è circoscritta ai titoli obbligazionari, emessi esclusivamente dagli emittenti indicati al comma 2 dello stesso decreto n. 389 del 1° dicembre 2003, che non dovranno essere ulteriormente strutturati mediante operazioni derivate che rendano il profilo di esposizione creditizia difforme da quello consentito. In considerazione del fatto che il rischio sul portafoglio dei titoli conferiti al fondo di ammortamento rimane comunque a totale carico dell'ente, si sottolinea che la selezione degli emittenti dei suddetti titoli deve essere conforme allo spirito di riduzione del rischio creditizio. Si raccomanda, inoltre, la massima trasparenza, nei contratti, sui criteri con i quali i titoli conferiti al fondo di ammortamento sono selezionati ed eventualmente sostituiti, attribuendo la massima attenzione al rating”*.

trattuale di strutturazione di un'emissione obbligazionaria, considerino il costo complessivo della stessa, comparando vantaggi e svantaggi, non solo meramente economici, che una struttura con rimborso unico a scadenza del capitale comporta rispetto ad una in ammortamento, c.d. *amortizing*.

Per quanto riguarda le operazioni in strumenti derivati previste dall'art. 3, comma 2, alle lett. *a-d* del D.M., la Circolare precisa come le operazioni derivate siano ammesse esclusivamente nella forma "*plain vanilla*", escludendo dunque qualsiasi forma di opzionalità, ed altresì vietando la conclusione di strumenti derivati che sfruttino l'effetto leva o comunque moltiplicatori di parametri finanziari.

Per quanto riguarda le "altre operazioni derivate" previste dal precedente regolamento, viene sancita la necessità che le stesse siano in ogni caso riconducibili a combinazioni delle strutture base indicate, escludendo in tal modo il perseguimento di qualsivoglia finalità speculativa.

Con riferimento particolare alle ipotesi di ristrutturazione del debito, si precisa come sia concessa la possibilità di rinegoziare gli strumenti derivati originariamente sottoscritti in funzione delle caratteristiche proprie della nuova struttura di finanziamento.⁵³

Con la L. 27 dicembre 2006, n. 296 (Finanziaria 2007) al comma 736, viene espressamente confermata la finalità di mera copertura che necessariamente devono avere le operazioni di gestione del debito tramite utilizzo di strumenti derivati.⁵⁴

In modo del tutto innovativo, sono stati introdotti particolari oneri informativi in capo agli enti territoriali con riferimento ad operazioni di ammortamento di titoli *bullet* e ad operazioni in strumenti derivati, stabilendo l'obbligo di trasmettere al Dipartimento del Tesoro i contratti ad esse relativi.⁵⁵ La violazione di tale precetto viene sanzionata con l'invalidità del

⁵³In particolare la Circolare prevede che "*nel caso in cui si verifichi una variazione della passività sottostante ad un derivato, ad esempio perché è stata rinegoziata o convertita oppure perché ha raggiunto un ammontare inferiore a quanto inizialmente previsto, la posizione nello strumento derivato può essere riadattata sulla base di condizioni che non determinino una perdita per l'ente; solo nel caso in cui l'ente ritenga di dover chiudere la posizione nello strumento derivato è ammissibile la conclusione di un derivato uguale e di segno contrario con un'altra controparte*".

⁵⁴In modo non dissimile da quanto previsto dal D.M. n. 389 del 2003, il comma 736 della l. 27 dicembre 2006, n. 296 prevede che "*gli enti possono concludere tali operazioni solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti*".

⁵⁵Cfr. il comma 737 della L. 27 dicembre 2006, n. 296, laddove si dice che "*nel quadro di coordinamento della finanza pubblica di cui all'articolo 119 della Costituzione, i contratti con cui le regioni e gli enti di cui al testo unico di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000,*

contratto, stante l'efficacia costitutiva cui la norma *de qua* riconduce alla stessa trasmissione.⁵⁶

Frutto delle preoccupazioni sorte sul finire del 2007 a seguito dei noti scandali emersi dalle indagini giornalistiche televisive,⁵⁷ la L. 24 dicembre 2007, n. 244 (legge finanziaria 2008) ha previsto l'invalidità (*rectius* inefficacia), oltre per quei contratti che non siano stati correttamente trasmessi, a cura degli enti contraenti, al Ministero dell'Economia e delle Finanze prima della loro sottoscrizione, anche per quelli che non risultino idonei ad assicurare, secondo la procedura indicata,⁵⁸ il rispetto dei presupposti di trasparenza contrattuale previsti.⁵⁹

Con l'art. 62 del D. Lgs. 25 giugno 2008, n. 112 (c.d. "Manovra d'estate"), viene fatto divieto agli enti locali di sottoscrivere, fino all'entrata in vigore di uno specifico regolamento, strumenti finanziari derivati e con-

n. 267, pongono in essere le operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e le operazioni in strumenti derivati devono essere trasmessi, a cura degli enti contraenti, al Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento del tesoro".

⁵⁶*Ibidem*, laddove si legge che "tale trasmissione, che deve avvenire prima della sottoscrizione dei contratti medesimi, è elemento costitutivo dell'efficacia degli stessi".

⁵⁷A mero titolo di esempio e limitatamente all'anno 2007: S. ELLI E F. PAVESI, *Ecco i "derivati beffa" di Italease*, in *Finanza e Mercati*, 5 luglio 2007; I. BUFACCHI, *Derivati sul filo del rischio*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 luglio 2007; A. PUATO, *Derivati, il rimedio è peggiore del male*, in *Corriere Economia*, 16 luglio 2007; C. CONTI, *I PM accendono un faro sui derivati di Italease*, in *Liberio Mercato*, 25 luglio 2007; M. FRISONE, *Derivati, sotto tiro le Pmi del Nord*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 luglio 2007; I. BUFACCHI, *Derivati, banche sotto esame*, in *Il Sole 24 Ore*, 31 agosto 2007; R. BOCCIARELLI, *Pressing Bankitalia sugli istituti di credito*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 settembre 2007; M. PLATERO, *Derivati, una roulette russa*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 settembre 2007; S. TAMBURELLO, "Report", *la grande speculazione dei derivati ad alto rischio*, in *Corriere della Sera*, 15 ottobre 2007; D. LEPIDO, *Enti locali, paura derivati*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 ottobre 2007; S. IACOMETTI, *Enti locali incastrati in 13 miliardi di derivati*, in *Liberio Mercato*, 31 ottobre 2007; M. FRISONE, *Derivati con costi occulti*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 novembre 2007; M. FRISONE, *Derivati imprese: buco a 5 miliardi*, in *Il Sole 24 Ore*, 17 novembre 2007; M. FRISONE, *Derivati, il cliente paga sempre*, in *Il Sole 24 Ore*, 1 dicembre 2007. Con riferimento all'ambito televisivo, ci si limita a ricordare lo scalpore suscitato dalla trasmissione *Report*, condotta da Stefania Rimini, nel corso della puntata dal titolo *Il Banco vince sempre*, andata in onda il 14 ottobre 2007.

⁵⁸Dal combinato disposto dell'art. 1, commi 382 e 383, L. 24 dicembre 2007, n. 244, emerge come tali contratti "devono recare le informazioni ed essere redatti secondo le indicazioni specificate in un decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, da emanare sentite la CONSOB e la Banca d'Italia. Il Ministero dell'economia e delle finanze verifica la conformità dei contratti al decreto". Sempre al fine di una maggior trasparenza "La regione o l'ente locale sottoscrittore di strumenti finanziari di cui al comma 381 deve attestare espressamente di aver preso piena conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi, evidenziando in apposita nota allegata al bilancio gli oneri e gli impegni finanziari derivanti da tali attività".

⁵⁹Cfr. art. 1, comma 384, L. 24 dicembre 2007, n. 244, secondo cui "il rispetto di quanto previsto ai commi 382 e 383 è elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti".

testualmente viene imposto di ricorrere a forme d'indebitamento solamente attraverso strutture che prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento, escludendo in tal modo la possibilità per gli enti locali di emettere prestiti obbligazionari *bullet*.⁶⁰

Infine con l'art. 3 della L. 22 dicembre 2008, n. 203 (legge finanziaria 2009), è stato riscritto il suddetto art. 62, prorogando di sei mesi il divieto per Regioni ed Enti locali di stipulare contratti relativi a strumenti finanziari derivati.

Al contempo, è stata concessa la possibilità di ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività alla quale il medesimo contratto derivato è riferito, con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura.

In continuità con quanto previsto dalla manovra d'estate, la Finanziaria per il 2009 ha prevede inoltre l'emanazione di un Regolamento da parte del Ministro dell'economia e delle finanze, il quale dovrà individuare: la tipologia dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati che gli enti locali possono concludere; le componenti derivate, implicite o esplicite, che gli stessi enti hanno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento; nonché le informazioni, rese in lingua italiana, che tali contratti devono contenere al fine di garantire sufficiente trasparenza.

Viene previsto inoltre che (art. 3 comma 4) ai fini della conclusione di un contratto relativo a strumenti finanziari derivati o di un contratto di finanziamento che include una componente derivata, il soggetto competente alla sottoscrizione del contratto per l'ente pubblico attesti per iscritto di avere preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi.

Viene, infine, espressamente prevista la sanzione della nullità per il contratto relativo a strumenti finanziari derivati (o il contratto di finanziamento che include una componente derivata), che venga stipulato dagli enti in violazione delle disposizioni previste dal suddetto Regolamento ovvero privo dell'attestazione di cui al sopraccitato comma 4.

⁶⁰Cfr. art. 6, comma 1, D. Lgs. 25 giugno 2008, n. 112, secondo cui "Ai fini della tutela dell'unità economica della Repubblica e nel rispetto dei principi di coordinamento della finanza pubblica previsti agli articoli 119 e 120 della Costituzione, alle regioni, alle province autonome di Trento e Bolzano e agli enti locali è fatto divieto di stipulare fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 2, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti all'articolo 1, comma 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nonché di ricorrere all'indebitamento attraverso contratti che non prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento comprensive di capitale e interessi".

4.2 *Sinking Fund e Amortizing Swap*

Secondo quanto sancito dall'art. 62, comma 2, del D. L. 25 giugno 2008, n. 112 (così come modificato dall'articolo 1, comma 1, della legge 6 agosto 2008, n. 133 e successivamente sostituito dall'articolo 3 della legge 22 dicembre 2008, n. 203) “*alle regioni, alle province autonome di Trento e di Bolzano e agli enti locali è fatto divieto di emettere titoli obbligazionari o altre passività che prevedano il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza*”.

Con tale disposizione, il legislatore delegato ha eliminato la possibilità per gli enti locali di emettere prestiti obbligazionari con rimborso unico del capitale a scadenza (c.d. *bullet*).

La *ratio* normativa è facilmente individuabile nella volontà di impedire *tout court* la posticipazione, in capo alle generazioni ed amministrazioni future, degli oneri finanziari assunti attraverso l'emissione di un prestito obbligazionario.

Invero, ad una simile esigenza aveva cercato di far fronte già l'art. 41, comma 2, legge 28 dicembre 2001, laddove prevedeva che gli enti locali potessero “*emettere titoli obbligazionari con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito*”.

A fronte dell'emissione di un prestito obbligazionario *bullet*, infatti, l'ente locale emittente era tenuto, in via alternativa, a concludere un contratto di *swap per l'ammortamento del debito* (c.d. *amortizing swap*) ovvero a costituire un *fondo di ammortamento del debito* (c.d. *sinking fund*).

In particolare, tramite l'*amortizing swap* l'ente si obbligava a versare all'intermediario quote periodiche di ammortamento secondo un piano prestabilito e, per converso, l'intermediario finanziario si impegna a pagare, alla scadenza del periodo contrattuale relativo all'emissione obbligazionaria, una somma pari all'intero debito obbligazionario. Diversamente, il *sinking fund* si strutturava come un fondo che accoglieva gli accantonamenti disposti periodicamente dall'ente al fine di preconstituire i mezzi finanziari per l'estinzione del prestito obbligazionario.

In concreto però, a fronte dell'obbligo di accumulo progressivo di capitale (quali quote di un *sinking fund* ovvero quali flussi finanziari di un *amortizing swap*), l'ente vedeva di fatto equiparata l'emissione obbligazionaria in forma

bullet a quella in ammortamento.

La scelta per la soluzione *bullet* veniva effettuata dagli enti in ragione della consulenza prestata dagli intermediari collocatori che, definendo di più difficile collocazione un'emissione di *amortizing bond* rispetto ad una *bullet*, consigliavano agli enti di optare per soluzioni a rimborso unico a scadenza.

Invero, la ragione che spingeva gli intermediari a consigliare operazioni *bullet* piuttosto che in *amortizing* risiedeva nelle numerose possibilità di guadagno che, a fronte delle maglie larghe di una normativa non certo scevra di critiche, venivano garantire attraverso la strutturazione di queste operazioni obbligatorie.

Con riferimento ai contratti di *amortizing swap*, una corretta attività di gestione avrebbe imposto agli enti locali di esigere una remunerazione dall'intermediario quale costo di utilizzo del capitale versato, in linea con i tassi di mercato. Banalizzando a fini esemplificativi, il contratto avrebbe dovuto prevedere che la somma delle quote di ammortamento versate periodicamente dall'ente fosse inferiore e quella restituita dall'intermediario a scadenza, somma questa che non doveva comunque essere inferiore a quella relativa al debito obbligazionario.

A fronte di un concetto elementare nella sua accezione astratta, gli enti locali si sono trovati spesso nell'assoluta difficoltà (ove non nell'impossibilità) di valutare (prezzare) consapevolmente strutture negoziali complesse (composte, quantomeno, da un prestito obbligazionario, da una struttura IRS su tassi e dal contratto di *amortizing swap*) che non potevano essere esaminate in modo atomistico, ma imponevano un'analisi globale che tenesse conto di quelle che erano le condizioni di mercato attuali e di quelle attese. In tal senso, la retribuzione per l'utilizzo del capitale prestato all'intermediario attraverso l'*amortizing swap* poteva essere indirettamente corrisposta (o non corrisposta) in funzione della scelta (migliorativa o peggiorativa per l'ente) dei diversi parametri finanziari propri delle singole operazioni, necessariamente, quindi, da valutarsi in una prospettiva d'insieme.

È chiaro, dunque, che, al fine di operare valutazioni e quindi scelte consapevoli, gli enti locali avrebbero dovuto possedere conoscenze e competenze che, in molti casi, non hanno dimostrato di avere.

Discorso molto più complesso riguarda poi i *sinking fund*, nei quali, a differenza di quanto accade nell'ipotesi di uno *swap* di ammortamento, l'accantonamento di capitale era finalizzato alla creazione di un fondo di investimento, comportante, necessariamente, una connessa attività di gestione

finanziaria.

Giova preliminarmente ricordare come la normativa non prevedesse alcuna indicazione in ordine alla disponibilità, all'utilizzo ed alla gestione dei fondi, ancora una volta rimesse interamente all'autonomia contrattuale.

Le limitazioni poste dalla normativa, per altro in vigore solamente dall'anno 2003, attenevano da un lato al merito creditizio degli intermediari gestori, i quali dovevano essere contraddistinti da un adeguato merito di credito, così come certificato da agenzie di *rating* riconosciute a livello internazionale, non inferiore a BBB / Baa2 / BBB (art. 2 D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, così come interpretato dalla Circolare Esplicativa Ministero dell'Economia e delle Finanze del 24 maggio 2004). Dall'altro, riguardavano la natura e le caratteristiche dei titoli che componevano il fondo di ammortamento. In tal senso, la normativa, in "*considerazione del fatto che il rischio sul portafoglio dei titoli conferiti al fondo di ammortamento rimane comunque a totale carico dell'ente*", sottolineava l'importanza del *rating* dei soggetti emittenti nella selezione dei titoli utilizzati per la costituzione del fondo, precisando come "*le somme accantonate nel fondo di ammortamento potranno essere investite esclusivamente in titoli obbligazionari di enti e amministrazioni pubbliche nonché di società a partecipazione pubblica di Stati appartenenti all'Unione europea*" (art. 2 D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, così come interpretato dalla Circolare Esplicativa Ministero dell'Economia e delle Finanze del 24 maggio 2004).

È chiaro che laddove (come normalmente è accaduto) la gestione del fondo è stata delegata ad un intermediario finanziario, di fondamentale importanza risultava la disciplina inerente la ripartizione dei proventi da essa derivanti, che, in ragione della titolarità del fondo, dovrebbero essere stati attribuiti all'ente. Diversamente, laddove destinati all'intermediario gestore, gli stessi dovrebbero essere stati computati al fine di determinare la corretta remunerazione spettante all'ente per l'utilizzazione del capitale investito.

In ogni caso però, e qui risiedeva la grande differenza rispetto al contratto di *amortizing swap* con cui l'ente si spogliava del proprio capitale finanziando l'intermediario, la titolarità del fondo, come confermato dalla stessa normativa di settore (art. 2 D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, così come interpretato dalla Circolare Esplicativa Ministero dell'Economia e delle Finanze del 24 maggio 2004), rimaneva in capo all'ente.

Conseguentemente, col *sinking fund* l'ente assumeva un rischio creditizio equivalente al valore del capitale immesso nel fondo, tanto più alto quanto più il paniere degli investimenti presentasse titoli potenzialmente a rischio.

Appare chiaro che, laddove i proventi dell'attività di gestione fossero attribuiti all'intermediario gestore, questo fosse portato a perseguire, in una logica di massimizzazione dei propri profitti, una politica di accentuazione del rischio, inserendo nel paniere titoli il più possibile remunerativi, le cui perdite, comunque, sarebbero gravate unicamente sul titolare del fondo stesso. Concretamente, l'intermediario acquisiva la possibilità di investire i soldi dell'ente senza sopportare il rischio legato alle perdite da investimento.

Tralasciando la liceità di una simile struttura finanziaria, sulla quale, stante la natura pubblica delle risorse economiche utilizzate, si potrebbe fortemente dubitare, sta di fatto che certamente una simile opzione di utilizzo di risorse con contestuale copertura del rischio assunto sarebbe dovuta essere adeguatamente remunerata dall'intermediario, cosa che non sembra essersi verificata, come dimostra il fatto che, nella pressoché totalità dei casi, gli amministratori degli enti stipulanti credevano di aver concluso operazioni a costo zero.

Al fine di limitare detto rischio, il legislatore era intervenuto precisando che *“le somme accantonate nel fondo di ammortamento potranno essere investite esclusivamente in titoli obbligazionari di enti e amministrazioni pubbliche nonché di società a partecipazione pubblica di Stati appartenenti all'Unione europea”* (art. 2 D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, così come interpretato dalla Circolare Esplicativa Ministero dell'Economia e delle Finanze del 24 maggio 2004).

Tale norma appare facilmente criticabile nella misura in cui presupponeva (erroneamente) che non dovessero considerarsi a rischio i titoli obbligazionari delle società a partecipazione pubblica (quali, ad esempio, le obbligazioni Alitalia), i titoli di stato di qualsiasi paese dell'Unione Europea (quali, ad esempio, i titoli di paesi est europei), i titoli emessi da enti locali (quali, ad esempio, i Boc emessi dal comune di Taranto), senza per altro imporre, contrariamente ad un'elementare logica di diversificazione, alcun limite di concentrazione per categoria di emittenti né per tipologia di investimento nei confronti dei singoli emittenti.

Con riferimento particolare alla presenza nei *sinking fund* di titoli emessi da enti locali, il rischio di un effetto domino è evidente, soprattutto in considerazione dell'assenza di limiti di concentrazione.

Per altro, la scelta nell'inserimento dei titoli nel fondo poteva dirsi condizionata laddove l'intermediario gestore fosse anche collocatore dei titoli, e questo sia nel caso in cui l'intermediario avesse assunto il rischio del mancato collocamento dei titoli (nel caso quindi di collocamento con assunzione di garanzia ovvero di collocamento con preventiva sottoscrizione o acquisto

a fermo), sia nel caso in cui l'intermediario, pur non partecipando a tale rischio, avesse comunque un chiaro interesse riconducibile al percepimento delle commissioni da collocamento, configurando in tali ipotesi un chiaro conflitto di interessi.

4.3 Sul "Novellato" Art. 62 D.L. 25 giugno 2008, n. 112

Come anticipato, la legge Finanziaria per il 2009 pur confermando il divieto di stipula di nuovi contratti, ha previsto la possibilità, non contemplata dalla precedente disciplina, di ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività alla quale il medesimo contratto è riferito, con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di ricopertura.

Tale soluzione, in sostanza, attribuisce oggi agli Enti territoriali una nuova facoltà ovvero quella di ridurre l'esposizione al rischio di tasso di interesse e, dunque, le perdite potenziali sulle posizioni in essere attraverso la rinegoziazione dei contratti.

Come ha recentemente sottolineato la Consob (Direttore Generale della Consob Dott. Rosati nell'audizione del 18 marzo u.s.) peraltro, in questo momento storico, in cui i tassi di interesse hanno subito una forte riduzione ed in cui vi è stato un contestuale aumento della volatilità della curva dei tassi, la facoltà di rinegoziazione dei contratti va valutata con particolare attenzione dagli Enti territoriali al fine di ridurre le eventuali perdite potenziali relative ai contratti stessi.

Tale scelta, in ogni caso, pone ulteriori profili di rischio per gli Enti territoriali. Come ha avuto modo di sottolineare in più occasioni la Corte dei Conti (da ultimo nell' "Indagine Conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni" del 18 febbraio 2009), infatti, uno dei momenti di maggior criticità nell'utilizzo di strumenti finanziari è senza alcun dubbio costituito dalla fase di rinegoziazione, sia per quanto concerne l'accentuazione del rischio nel contratto rimodulato sia per quanto attiene all'applicazione delle cc.dd. commissioni implicite da parte degli intermediari negoziatori.

Non si dimentichi infatti che, secondo quanto affermato dalla letteratura specialistica,⁶¹ la rinegoziazione di un contratto derivato assume necessariamente finalità speculativa, in quanto posticipa la sopportazione di una perdita confidando in eventi futuri che in qualche modo possano neutralizzarla o ridurla. Il contratto rinegoziato, pertanto, ha quindi la funzione di finanziare la perdita del primo contratto che la sua chiusura anticipata ha definitivamente consolidato.

⁶¹M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fallimentari*, in *Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali*, 2005, pp. 345 ss.

A nostro avviso sarebbe opportuno *de jure condendo* prevedere la facoltà per gli Enti Territoriali di risolvere i contratti in essere laddove gli stessi si siano rivelati incoerenti rispetto ai criteri previsti dalla legge o comunque di natura meramente speculativa.

A tal proposito si rammenti quanto affermato dalla più recente giurisprudenza contabile secondo cui l'espesso vincolo finalistico previsto dalla normativa di settore non può che condizionare, tanto nella fase genetica quanto in quella funzionale, lo stesso elemento causale, inficiando la validità del negozio laddove siano perseguite finalità diverse da quelle di mera copertura (testualmente: *"il collegamento funzionale con il sottostante in quanto espressamente previsto dalla legge o in quanto connaturato con la natura degli enti pubblici, entra nella causa giuridica del negozio, poiché elemento oggettivo dello stesso previsto dalla legge. Ne consegue che per detti enti la mancata funzionalizzazione del contratto all'andamento dei rischi connessi all'indebitamento dell'ente si riflette sulla causa genetica dei contratti di swap di tasso di interesse, facendola venire meno"*, cfr. Corte dei Conti Sez. regionale di controllo per la Lombardia, Delibera n. 596/2007 del 26/10/2007, Corte dei Conti, Sez. riunite di controllo del 18.02.2009).

Con riferimento alla cc.dd. "commissioni implicite" si apprende con favore la presa di coscienza del Legislatore della necessità di intervenire sul problema.

Si concorda con la soluzione adottata, a tal proposito, dalla Legge Finanziaria per il 2009 di inserire nei contratti relativi a strumenti finanziari derivati informazioni concernenti i costi, anche impliciti, delle operazioni e i rischi ad esse relativi.

Di fondamentale importanza appare concentrare gli sforzi al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi a tali strumenti finanziari (a tal riguardo si rimanda a quanto recentemente sottolineato dalla Consob nel documento di consultazione dal titolo "Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza in sede di distribuzione di strumenti finanziari illiquidi" del 26 maggio 2008 e successiva comunicazione del 2 marzo 2009). In tale direzione si pone senz'altro la previsione, introdotta dalla finanziaria 2009, in forza della quale le informazioni contrattuali dovranno essere rese in lingua italiana.

A tal proposito si condividono appieno le considerazioni di recente proposte dal Direttore Generale della Consob Dott. Rosati nell'audizione del 18 marzo u.s. e secondo cui *"i tempi siano maturi per introdurre regole e soluzioni metodologiche che consentano all'Ente territoriale, in prima battuta, e agli Organi di controllo, in sede di successiva verifica, di trovare con immediatezza nel contratto (e solo nel contratto) tutte quelle informazioni necessarie e sufficienti a farne comprendere la legittimità giuridica, la convenienza economica oltre che la correttezza del comportamento dell'intermediario che lo propone; informazioni che dovranno essere rese secondo una terminologia chiara, uniforme, generalmente condivisa e capace di in-*

Audizione Assofinance

dividuaire con semplicità ed oggettività i profili di rischio e onerosità del contratto”.

Assofinance ringrazia codesta Commissione per l’opportunità e la fiducia accordate e resta a disposizione per qualunque ulteriore chiarimento dovesse rendersi necessario.

Con osservanza.

dott. Nicola Benini

avv.to Pierluigi Fadel

dott. Matteo Carradori

5 Appendice quantitativa sulle metodologie usate

5.1 Valutazione mediante standard market model

La valutazione degli *Interest Rate Swaps* (IRS) è basata sulla struttura per scadenza dei tassi corrente. Qui seguiremo [Hull, 2002, pp 136–140].

Assumiamo, per semplicità di esposizione, date di pagamento identiche per le due controparti⁶² e pari a t_k , per $k = 1, \dots, n$, e tasso fisso R_X . Allora, il valore in $t = 0$ della “gamba fissa” è

$$B_f = \sum_{k=1}^n LR_X \text{cvg}(t_{k-1}, t_k, dcb)P(t_k) + LP(t_n),$$

ove $P(t_k)$ è il prezzo corrente di uno *zero coupon bond* che paga 1€ in t_k e L è il capitale nozionale del contratto, $\text{cvg}(t_{k-1}, t_k, dcb)$ è il *coverage*, in funzione della data iniziale, t_{k-1} , e finale, t_k , del periodo e delle convenzioni dcb sul conteggio dei giorni. Il valore della “gamba variabile” alla stessa data è

$$B_v = L(1 + R_0 \text{cvg}(t_0, t_1, dcb))P(t_1),$$

ove R_0 è il tasso (su base annua) corrente per il periodo da $t = 0$ a $t = t_1$. Quindi, il prezzo teorico dell’IRS alla data corrente per la parte che paga il tasso fisso R_X è $B_v - B_f$.

I dati necessari per la valutazione dell’IRS sono tutti contenuti nella struttura per scadenza dei tassi osservata alla data odierna.

Per la valutazione di caps e floors è stato utilizzato lo *standard market model*, basato sul modello di Black. Per i dettagli su questo modello si veda [Hull, 2002, pp. 515–520].

Dato un cap con *caplets* pagate alle date t_{k+1} , per $k = 1, \dots, n$, e *cap rate* R_X , il *payoff* del *caplet* alla data t_{k+1} è

$$\pi(R_k) = L \text{cvg}(t_k, t_{k+1}, dcb) \max\{R_k - R_X, 0\},$$

ove L è il capitale nozionale del contratto e R_k è il tasso di interesse (espresso su base annua) vigente all’epoca t_k per tutto il periodo fino a t_{k+1} e $\text{cvg}(\cdot)$ è la funzione *coverage* definita precedentemente.

In base al modello standard si assume che, per ogni t_k , il tasso di interesse R_k abbia distribuzione log-normale. Quindi, la valutazione del singolo *caplet* può essere fatta mediante una formula in forma chiusa secondo l’approccio *forward risk-neutral* (si veda [Hull, 2002, Capitolo 21]). In base ad essa, il valore all’epoca $t = 0$ del k -esimo *caplet* è

$$c_k = L \text{cvg}(t_k, t_{k+1}, dcb)P(t_{k+1}) (F(t_k)\mathcal{N}(d_1) - R_X\mathcal{N}(d_2)), \quad (1)$$

⁶²Ancora, il caso in cui le date di pagamento sono diverse comporta variazioni ovvie di impostazione della valutazione e della notazione.

ove $P(t_{k+1})$ è il prezzo alla data corrente ($t = 0$) di uno *zero coupon bond* che paga 1€ in t_{k+1} , $F(t_k)$ è il tasso forward corrente per il periodo da t_k a t_{k+1} , $\mathcal{N}(\cdot)$ è la funzione di ripartizione della Normale standardizzata,

$$d_1 = \frac{\log(F(t_k)/R_X) + \sigma_k^2 t_k / 2}{\sigma_k \sqrt{t_k}} \quad \text{e} \quad d_2 = d_1 - \sigma_k \sqrt{t_k},$$

in cui σ_k è la volatilità del tasso R_k . Pertanto, il prezzo teorico del cap alla data corrente è

$$C = \sum_{k=1}^n c_k. \quad (2)$$

Nel caso di un floor, il prezzo in $t = 0$ del k -esimo *floorlet*, usando la stessa notazione, è

$$p_k = L \text{cvg}(t_k, t_{k+1}, dcb) P(t_{k+1}) (R_X \mathcal{N}(-d_2) - F(t_k) \mathcal{N}(-d_1)),$$

e il prezzo teorico del floor è $P = \sum_{k=1}^n p_k$.

Nell'implementazione di tali formule, il *forward rate* $F(t_k)$ è derivato dalla struttura per scadenza dei tassi alla data corrente; σ_k è determinata, a partire dalla superficie di volatilità *flat*, mediante una procedura di *bootstrapping* assumendo che la volatilità dei caplet sia costante in tutti quei periodi per cui non ci sono scadenze dei cap.

Ottenuta la superficie di volatilità $\{\sigma_{ij}\}$ dei caplet per le diverse scadenze e i diversi strike rate quotati, scegliamo le volatilità per prezzare il cap (o il floor) per il *cap rate* R_X dato (mediante interpolazione lineare, se lo strike rate non coincide con quelli per cui sono quotati i cap o i floor) e scadenze t_k opportune. Ove la scadenza del contratto in oggetto sia più lunga di quelle dei cap/floor quotati, estrapoliamo la volatilità assumendo che rimanga costante e pari a quella dei caplet con scadenza più lontana.

Nel caso i contratti in oggetto (IRS, cap e floor) prevedano il pagamento di cedole periodali determinate sul tasso di riferimento (p.e. LIBOR) rilevato alla data di pagamento medesima, t_k , (determinazione *in-arrears*), allora nelle formule di valutazione precedentemente riportate il tasso forward $F_k = F(t_k)$ è sostituito da

$$F_k + \frac{F_k^2 \sigma_k t_k \text{cvg}(t_k, t_{k+1}, dcb)}{1 + F_k \text{cvg}(t_k, t_{k+1}, dcb)},$$

in cui le volatilità σ_k sono quelle derivate dalla procedura di bootstrapping descritta sopra, per lo strike rate opportuno.

5.2 Valutazione mediante modello di Hull-White e sua implementazione mediante simulazione Monte Carlo

In questa sezione illustreremo la metodologia di valutazione basata sul modello di [Hull and White, 1990] ad un fattore e la sua implementazione mediante simulazione Monte Carlo.

Il modello di Hull-White ad un fattore fa dipendere il valore dei derivati sui tassi di interesse dal processo stocastico del tasso *short-term*

$$dr_t = (\theta(t) - \alpha r_t) dt + \sigma dZ_t,$$

ove $t = 0$ è la data corrente, in cui α è il parametro di *mean-reversion* e σ è il parametro di volatilità dello *short rate*. Nel modello, il processo $\theta(t)$ è scelto in modo tale che la deriva dello *short-rate* segua la struttura dei tassi corrente. In particolare, indicando con $F(t)$ il tasso *forward* corrente (cioè implicito nella struttura dei tassi osservata nella data odierna) per il periodo da t a $t + dt$,

$$\theta(t) = \frac{\partial F(t)}{\partial t} + \alpha F(t) + \frac{\sigma^2}{2\alpha} (1 - e^{-2\alpha t}). \quad (3)$$

I cammini del processo dello *short rate* sono ottenuti mediante simulazione Monte Carlo. A tal fine indicheremo con Δt la lunghezza del passo temporale. La derivata di F può essere approssimata numericamente:

$$\frac{\partial F(t)}{\partial t} \approx \begin{cases} \frac{F(t+\Delta t) - F(t)}{\Delta t} & \text{se } t = 0 \\ \frac{F(t+\Delta t) - F(t-\Delta t)}{2\Delta t} & \text{se } t > \Delta t. \end{cases} \quad (4)$$

Quindi, indicando con R_t il tasso (espresso su base annua) per il periodo da $[t, t + \Delta t]$, il processo simulato secondo lo schema di Eulero è

$$R_{t+\Delta t} = R_t + (\hat{\theta}(t) - \alpha R_t) \Delta t + \sigma \sqrt{\Delta t} \varepsilon_{t+\Delta t} \quad (5)$$

ove $\varepsilon_{t+\Delta t}$ è un'estrazione (indipendente) da una distribuzione Normale standardizzata e in cui

$$\hat{\theta}(t) = \frac{\partial F(t)}{\partial t} + \alpha F(t); \quad (6)$$

ovvero $\hat{\theta}(t)$ differisce dalla $\theta(t)$ dell'equazione (3) per essere consistente ad ogni passo con la struttura per scadenza dei tassi corrente.

Ottenuti i cammini di R_t , si può ottenere il prezzo di uno *zero coupon bond* (unitario) all'epoca t con scadenza in $T > t$, indicato con $P(t, T)$, è legato a R_t dalla relazione

$$P(t, T) = \hat{A}(t, T, \Delta t) e^{-\hat{B}(t, T, \Delta t) R_t}, \quad (7)$$

in cui

$$\hat{B}(t, T, \Delta t) = \frac{\varphi(T-t)}{\varphi(\Delta t)} \Delta t$$

e

$$\hat{A}(t, T, \Delta t) = \frac{P(0, T)}{P(0, t)} \cdot \left(\frac{P(0, t+\Delta t)}{P(0, t)} \right)^{-\frac{\varphi(T-t)}{\varphi(\Delta t)}} \cdot \exp \left\{ -\frac{\sigma^2}{4\alpha} (1 - e^{-2\alpha t}) \varphi(T-t) (\varphi(T-t) - \varphi(\Delta t)) \right\},$$

ove $\varphi(\tau) = (1 - e^{-\alpha\tau})/\alpha$, e in cui i prezzi degli *zero coupon bond* $P(0, T)$, $P(0, t)$ e $P(0, t + \Delta t)$, sono derivati dalla struttura per scadenza dei tassi osservata. Ovviamente, il modello ha significato se $\alpha > 0$.

Nel prosieguo, indicheremo il modello di Hull-White ad un fattore con HW1.

Calibratura del modello di Hull-White

In generale, per calibrare il modello useremo i prezzi delle *swaption*, e verificheremo la bontà della stima ottenuta per i parametri del modello sui prezzi dei *cap*.

Come noto, sono disponibili le superfici di volatilità implicite nei prezzi di mercato di *cap/floor*, ordinate per scadenza e *strike price*, e le superfici di volatilità implicite nei prezzi di mercato delle *swaption*, ordinate per scadenza dell'opzione e durata dello swap sottostante. In entrambi i casi, le volatilità implicite sono date secondo lo *standard market model*.

Dato che i modelli di valutazione di *cap* (e *floor*) secondo lo *standard market model* sono già stati introdotti nella sezione iniziale, nel seguito ci concentreremo sulla valutazione di *swaption* secondo lo *standard market model* e di *cap* (e *floor*) e *swaption* secondo il modello di Hull-White ad un fattore.

Ci occuperemo poi della procedura di calibrazione mediante minimizzazione della distanza fra i prezzi di mercato e i prezzi teorici prodotti dal modello di Hull-White.

Cap secondo il Modello Hull-White a un fattore

Nel caso del modello HW1, per dare il prezzo di un'opzione su tasso di interesse (*caplet*) si ricorre all'osservazione che essa può essere pensata come un'opzione su uno *zero coupon bond*.

Quindi, secondo il modello HW1, dati i parametri α e σ , il prezzo corrente del *caplet* pagato alla data t_{k+1} con *cap rate* R_X e capitale nozionale L è

$$c_k(\alpha, \sigma) = LP(0, t_k)\mathcal{N}(-h + \sigma_P) - L(1 + R_X \text{cvg}(t_k, t_{k+1}, \text{dcb}))P(0, t_{k+1})\mathcal{N}(-h),$$

ove

$$h = \frac{1}{\sigma_P} \log \left(\frac{(1 + R_X \text{cvg}(t_k, t_{k+1}, \text{dcb})) P(0, t_{k+1})}{P(0, t_k)} \right) + \frac{\sigma_P}{2}$$

e

$$\sigma_P = \frac{\sigma}{\alpha} \left(1 - e^{-\alpha \text{cvg}(t_k, t_{k+1}, \text{dcb})} \right) \sqrt{\frac{1 - e^{-2\alpha t_k}}{2\alpha}}.$$

Il prezzo del *cap* con *cap rate* R_X e scadenza in t_n è

$$C(\alpha, \sigma) = \sum_{k=1}^n c_k(\alpha, \sigma). \quad (8)$$

Swaption

Standard market model I dettagli di quanto qui riportato sono disponibili in [Hull, 2002, pp. 520–524].

Sia data l'opzione, con scadenza T , di pagare un tasso fisso s_X e ricevere il tasso variabile in un *interest rate swap* (IRS) che dura n anni a partire da T , con m pagamenti per anno. Per semplicità, nel seguito assumeremo che il *coverage* dello *swap* sia costante e pari a $1/m$ -esimo di anno. Quindi mn è il numero di pagamenti dello *swap* sottostante il contratto di opzione, e le date di pagamento sono t_1, \dots, t_{mn} , con $t_1 = T + 1/m$ e $t_{mn} = T + n$. La data corrente (di valutazione) sia $t = 0 < T$.

Allora, in base al modello di mercato, si assume che il tasso *swap* per un IRS di n anni con m pagamenti all'anno con inizio all'epoca T , indicato con s_T , abbia distribuzione log-normale. Pertanto, il prezzo teorico della *swaption* alla data corrente è

$$S = \frac{L}{m} \sum_{k=1}^{mn} P(0, t_k) (s_0 \mathcal{N}(d_1) - s_X \mathcal{N}(d_2)), \quad (9)$$

ove L è il capitale nozionale del contratto, s_0 è il *forward swap rate* corrente, $P(0, \tau)$ è il valore corrente di uno *zero coupon bond* che paga 1€ all'epoca τ , per una generica data τ ,

$$d_1 = \frac{\log\left(\frac{s_0}{s_X}\right) + \frac{\sigma^2 T}{2}}{\sigma \sqrt{T}} \quad \text{e} \quad d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T},$$

in cui σ è la volatilità dello *swap rate* s_T .

Invece, nel caso in cui l'opzione sia di pagare il tasso variabile e di ricevere il tasso fisso, allora, fermi restando gli altri parametri del contratto, il valore della *swaption* è

$$S' = \frac{L}{m} \sum_{k=1}^{mn} P(0, t_k) (s_X \mathcal{N}(-d_2) - s_0 \mathcal{N}(-d_1)).$$

Nell'implementazione del modello di mercato sono necessari i dati relativi alla struttura per scadenza dei tassi di interesse da cui derivare il *forward swap rate*, s_0 . In particolare, dati i prezzi degli *zero coupon bonds*, $P(0, \tau)$, per ogni epoca τ di interesse, il *forward swap rate* corrente su un IRS con durata n anni ed m pagamenti annui a partire da T è

$$s_0 = \frac{P(0, T) - P(0, T + n)}{\frac{1}{m} \sum_{k=1}^{nm} P(0, t_k)}. \quad (10)$$

La volatilità, σ , dello *swap rate* s_T è data in relazione alla durata dell'IRS sottostante e alla scadenza dell'opzione.

Modello di Hull–White a un fattore Secondo il modello HW1, dati i parametri α e σ , il prezzo della *swaption* che attribuisce il diritto di pagare il tasso variabile e di ricevere il tasso fisso, s_X , si può determinare in base alla tecnica di decomposizione proposta da [Jamshidian, 1989].

Infatti, è noto che tale *swaption* può essere pensata come un'opzione call europea su un titolo obbligazionario, di durata n periodi con m pagamenti all'anno di una cedola fissa sul capitale nozionale L in base al tasso s_X e *strike price* L . Quindi, il payoff della *swaption* all'epoca T è

$$\max \left\{ \sum_{k=1}^{nm} x_k P(T, t_k) - L, 0 \right\}, \quad (11)$$

ove $x_k = s_X L$ per $k = 1, \dots, nm-1$ and $x_k = (1 + s_X)L$ per $k = nm$ e in cui $P(T, t_k)$, è il prezzo in T di uno *zero coupon bond* con scadenza in t_k secondo il modello HW1 in base all'equazione (7). Tale prezzo è funzione monotona decrescente della variabile di stato (cioè dello *short rate* nel modello HW1) in T . Data la proprietà di monotonia, l'equazione

$$\sum_{k=1}^{nm} x_k P(T, t_k) = L$$

ha un'unica soluzione, che denotiamo con r^* . Allora, indicando con $X_k = P^*(T, t_k)$ il prezzo dello *zero coupon bond* in T se lo *short rate* è uguale a r^* , il payoff della *swaption* risulta

$$\sum_{k=1}^{nm} x_k \max \{ P(T, t_k) - X_k, 0 \},$$

cioè alla somma di nm opzioni europee su *zero coupon bond*, con scadenze t_k e *strike price* X_k , per $k = 1, \dots, nm$.

Quindi, secondo il modello HW1, il prezzo corrente della *swaption* è

$$S(\alpha, \sigma) = \sum_{k=1}^{nm} x_k C_k \quad (12)$$

in cui

$$C_k = P(0, t_k) \mathcal{N}(h) - X_k P(0, T) \mathcal{N}(h - \sigma_p),$$

ove

$$h = \frac{1}{\sigma_p} \log \left(\frac{P(0, t_k)}{X_k P(0, T)} \right) + \frac{\sigma_p}{2}$$

e

$$\sigma_p = \frac{\sigma}{a} \left(1 - e^{-a(t_k - T)} \right) \sqrt{\frac{1 - e^{-2aT}}{2a}}.$$

È evidente come si possa scrivere la formula di valutazione di una *swaption* in cui si ha l'opzione di pagare il tasso fisso e ricevere il tasso variabile, e pertanto non viene qui riportata per brevità.

Ottimizzazione

Per poter utilizzare il modello HW1 per valutare i contratti dipendenti dalla dinamica dei tassi di interesse è necessario stimarne i parametri.

A partire dalle superfici di volatilità derivate dal mercato, si determinano i prezzi di mercato delle *swaption* in base alla (9) utilizzando il modello standard di mercato. Sono quindi scelti i parametri α e σ che minimizzano la distanza (minimi quadrati non-lineari) fra i prezzi di mercato e i prezzi teorici delle *swaption* in base all'equazione (12).

Nel dettaglio, le stime dei parametri α e σ calibrate sui dati di mercato ad una certa epoca sono ottenute risolvendo il problema

$$(\hat{\alpha}, \hat{\sigma}) = \arg \min_{(\alpha, \sigma)} \left\{ \sum_{i=1}^I \sum_{j=1}^J (S_{ij}(\alpha, \sigma) - S_{i,j})^2 \right\},$$

ove le sommatorie si estendono su tutte le *maturity* e tutte le durate dello swap contenute nella superficie di volatilità implicita delle *swaption* ⁶³.

Il problema di minimo nel caso del modello HW1 è stato risolto mediante la routine di minimizzazione vincolata *fmincon* di Matlab.

Le stime $(\hat{\alpha}, \hat{\sigma})$ sono poi utilizzate per verificare l'aderenza del prezzo teorico ai prezzi di mercato dei *cap*.

In particolare, data la stima ottenuta per una certa epoca, calcoliamo la distanza complessiva fra i prezzi quotati dei *cap*, a partire dalle superfici di volatilità, e il corrispondente prezzo teorico del modello HW1, alla stessa epoca. Quindi, calcoliamo il valore

$$\sum_{i=1}^I \sum_{j=1}^J (C_{ij}(\hat{\alpha}, \hat{\sigma}) - C_{i,j})^2$$

ove le sommatorie si estendono a tutte le *maturity* e a tutti gli *strike* presenti nella superficie di volatilità dei *cap*.

Ai fini di verificare la bontà della procedura di calibrazione descritta sopra, si è adottato anche il percorso inverso, nel senso che si è proceduto alla stima del modello HW1 sui prezzi dei *cap*, verificando poi l'aderenza dei prezzi teorici sulla base delle stime ai prezzi di mercato delle *swaption*. Nel dettaglio, si sono stimati i parametri risolvendo il problema

$$(\hat{\alpha}, \hat{\sigma}) = \arg \min_{(\alpha, \sigma)} \left\{ \sum_{i=1}^I \sum_{j=1}^J (C_{ij}(\alpha, \sigma) - C_{i,j})^2 \right\}$$

⁶³Le *swaption* considerate sono *at the money*, nel senso che lo *strike price* di un'opzione con scadenza T su un IRS con durata n anni ed m pagamenti all'anno a partire da T è il forward swap rate corrente.

e poi si è fatto il backtest della stime calcolando la distanza

$$\sum_{i=1}^I \sum_{j=1}^J (S_{ij}(\hat{\alpha}, \hat{\sigma}) - S_{i,j})^2.$$

In generale si è osservata una migliore performance delle stime ottenute dai prezzi delle *swaption* rispetto alle stime ottenute dai prezzi dei *cap*.

5.3 La valutazione di Credit Default Swap

La valutazione del CDS richiede la stima della struttura per scadenza delle probabilità di insolvenza della reference entity (nel caso specifico lo Stato Italiano). Il modello adottato per tale stima è rappresentato da una versione modificata del modello intensity based di Duffie e Singleton. Il modello viene specificato sia in forma uni-fattoriale che in forma bi-fattoriale, mediante l'utilizzo di processi stocastici del tipo square root mean reverting. Nella forma uni-fattoriale, il modello prevede che il credit spread istantaneo $s(t)$, relativo alla classe di rating della reference entity considerata, segua, sotto la misura di probabilità aggiustata per il rischio, un processo stocastico del tipo:

$$ds_t = \kappa(\theta - s_t)dt + \sigma\sqrt{s_t}dZ_t,$$

ove t è la data corrente, κ è il parametro di *mean-reversion*, θ è la media di lungo periodo del credit spread e σ è il parametro di volatilità. Il processo implica che il credit spread non possa assumere valori negativi e che abbia varianza proporzionale al suo livello. La soluzione del modello consente di determinare il prezzo di uno *zero coupon bond* unitario *defaultable* (ovvero, soggetto a rischio di insolvenza) all'epoca t con scadenza in $T > t$, indicato con $G(t, T)$, in base alla relazione

$$G(t, T) = P(t, T)A(t, T)e^{-B(t, T)s_t},$$

in cui

$$\begin{aligned} A(t, T) &= \left(\frac{\alpha(T-t)}{\varphi(T-t)} \right)^\zeta, \\ B(t, T) &= \frac{\beta(T-t)}{\varphi(T-t)}, \\ \alpha(T-t) &= 2\gamma \exp\left(\frac{(\kappa + \gamma)(T-t)}{2} \right), \\ \beta(T-t) &= 2(\exp \gamma(T-t) - 1), \\ \varphi(T-t) &= (\kappa + \gamma)(\exp \gamma(T-t) - 1) + 2\gamma, \\ \gamma &= \sqrt{\kappa^2 + 2\sigma^2}, \end{aligned}$$

$$\zeta = \frac{2\kappa\theta}{\sigma^2},$$

e $P(t, T)$ è il prezzo, osservato, di uno *zero coupon bond* unitario *risk-free* all'epoca t con scadenza in $T > t$. Il prezzo $G(t, T)$ è ottenuto sotto l'ipotesi di tasso di recupero nullo. Assumendo un tasso di recupero δ , pari ad una certa percentuale del valore facciale dello zero-coupon bond unitario, si ha

$$G(t, T, \delta) = \delta P(t, T) + (1 - \delta)G(t, T).$$

La struttura per scadenza dei credit spread, dato un tasso di recupero δ , si ottiene dalla differenza

$$S(t, T, \delta) = X(t, T, \delta) - Y(t, T),$$

ove

$$Y(t, T) = -\frac{1}{T-t} \log(P(t, T)),$$

$$X(t, T, \delta) = -\frac{1}{T-t} \log(G(t, T, \delta)).$$

La struttura per scadenza delle probabilità di default cumulate, all'epoca corrente t per l'epoca futura $T > t$, è data da

$$\Pi(t, T) = \frac{1 - \exp -S(t, T, \delta)(T-t)}{1 - \delta},$$

mentre la struttura per scadenza delle probabilità di default forward, ovvero le probabilità di default alla data T condizionali alla sopravvivenza fino all'epoca $T - \Delta$, si ottiene da

$$\widehat{\Pi}(t, T) = \frac{\Pi(T-t) - \Pi((T-\Delta)-t)}{1 - \Pi((T-\Delta)-t)}.$$

Infine, da queste probabilità si ricava la struttura per scadenza delle probabilità di sopravvivenza neutrali al rischio non condizionali, φ ,

$$\varphi(t, T) = (1 - \widehat{\Pi}(t, T))\varphi((T-\Delta)-t),$$

e la struttura per scadenza delle probabilità di default neutrali al rischio non condizionali, π ,

$$\pi(t, T) = \widehat{\Pi}(t, T)\varphi(T-\Delta-t).$$

Queste variabili vengono utilizzate nella formula di valutazione di un CDS. Ad esempio, assumendo che il tempo corrente sia $t = 0$, che la scadenza del CDS sia l'epoca T , che il pagamento del premio avvenga ad intervalli unitari annui, che il nozionale del contratto sia pari a Q e che il premio annuo (ovvero, il prodotto del CDS spread per il nozionale) sia C , allora il valore del CDS può essere calcolato come segue:

$$CDS(T) = V_1 + V_2 - V_3,$$

ove V_1 è il valore attuale della somma dei pagamenti annui dell'acquirente della protezione, V_2 è il valore attuale del rateo totale che l'acquirente della protezione dovrebbe versare in caso di default e V_3 è il valore attuale del payoff atteso dall'acquirente della protezione in caso di default:

$$V_1 = \sum_{i=1}^T \varphi(i) \cdot C \cdot P(i),$$

$$V_2 = \sum_{i=1}^T \pi(i) \cdot C \cdot P(i),$$

$$V_3 = \sum_{i=1}^T \pi(i) \cdot (1 - \delta) \cdot Q \cdot P(i).$$

I parametri del modello vengono stimati calibrando il modello sui valori di mercato dei CDS spread mediante una procedura di minimizzazione della somma del quadrato dei residui.

Nella forma bi-fattoriale, il modello prevede che il credit spread istantaneo $s(t)$, relativo alla classe di rating della reference entity considerata, sia dato dalla somma di due componenti incorrelate, x_1 e x_2 ,

$$s_t = x_{1t} + x_{2t},$$

e ipotizza che, sotto la misura di probabilità aggiustata per il rischio, le due variabili seguano un processo stocastico del tipo:

$$dx_{1t} = \kappa_1(\theta_1 - x_{1t})dt + \sigma_1\sqrt{x_{1t}}dZ_{1t},$$

$$dx_{2t} = \kappa_2(\theta_2 - x_{2t})dt + \sigma_2\sqrt{x_{2t}}dZ_{2t},$$

ove t è la data corrente, κ_1 e κ_2 sono i parametri di *mean-reversion*, θ_1 e θ_2 le medie di lungo periodo e σ_1 e σ_2 i parametri di volatilità delle due variabili componenti il credit spread. La soluzione del modello viene quindi ricavata seguendo gli stessi passi del modello uni-fattoriale.

Riferimenti bibliografici

- [Hull, 2002] Hull, J. C. (2002). *Options, Futures and Other Derivatives*. Prentice Hall, Upper Saddle River - NJ, 5th edition.
- [Hull and White, 1990] Hull, J. C. and White, A. (1990). Pricing interest-rate-derivative securities. *Review of Financial Studies*, 3(4):573-592.
- [Jamshidian, 1989] Jamshidian, A. (1989). An exact bin option pricing formula. *Journal of Finance*, 44(1):205-209.

Senato della Repubblica

6^a Commissione Finanze e tesoro

**Indagine conoscitiva sulla diffusione degli
strumenti di finanza derivata e delle
cartolarizzazioni nelle Pubbliche
Amministrazioni**

Audizione dell'AIAF
Associazione Italiana degli Analisti Finanziari

Roma, 6 maggio 2009

Premessa

Innanzitutto, desideriamo ringraziare il Presidente e i Componenti della 6^a Commissione Finanze e tesoro per l'opportunità concessa all'AIAF, l'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari, di esporre il proprio punto di vista ed esprimere osservazioni e suggerimenti nell'ambito dell'Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche Amministrazioni.

La nostra Associazione è attiva dal 1971, non ha fini di lucro e ad essa aderiscono oltre 1000 soci a titolo personale e non in quanto rappresentanti di istituzioni pubbliche o private cui appartengono. Le attività e le esperienze professionali dei soci includono, in tutto o in parte, lo studio, l'analisi, la valutazione delle aziende e degli investimenti in strumenti e prodotti finanziari, la conoscenza, l'applicazione delle tecniche e l'utilizzo degli strumenti del mercato finanziario, la gestione di portafoglio di strumenti e prodotti finanziari, nonché la consulenza per investimenti in strumenti e prodotti finanziari.

L'Associazione persegue, tra i suoi scopi statutari, l'obiettivo di contribuire alla trasparenza ed efficienza dei mercati finanziari, nelle sedi e nei modi appropriati.

Desideriamo in questa sede presentare alcune osservazioni per contribuire a chiarire la situazione in essere e alcune proposte per garantire un migliore e più efficace utilizzo degli strumenti di finanza derivata da parte degli enti territoriali.

L'AIAF e il tema dei derivati degli enti territoriali

Da circa due anni, AIAF ha costituito un proprio Gruppo di lavoro interdisciplinare dedicato all'analisi finanziaria degli Enti territoriali, coordinato dal Consigliere referente, Ingegnere Alfonso Scarano, che è qui presente, insieme al Segretario Generale dell'Associazione, dottor Franco Biscaretti di Ruffia.

Nel marzo 2008, il Gruppo di lavoro ha prodotto e pubblicato la "**Nota di Best Practice riguardante le modalità di assegnazione ed i contenuti degli incarichi, da parte degli enti locali, finalizzati alla valutazione tecnica di strumenti finanziari derivati in essere**". Obiettivo della nota è fornire indicazioni pratiche e operative ad amministratori e funzionari degli enti al fine di ottenere un'utile e trasparente contabilizzazione delle poste riferibili al dettaglio dell'impatto contabile dei prodotti finanziari derivati (Appendice 1).

Nel maggio 2008, AIAF ha pubblicato la "**Nota di trasparenza nella rappresentazione degli strumenti finanziari derivati nei documenti finanziari**" con l'obiettivo di fornire suggerimenti operativi agli amministratori degli enti territoriali in relazione alle caratteristiche economiche e finanziarie dei prodotti derivati sottoscritti (Appendice 2).

Nel medesimo periodo sono stati organizzati seminari specialistici sul tema. L'ultimo Convegno si è tenuto lo scorso 20 aprile a Milano e ha riscosso un considerevole interesse anche da parte della stampa non specialistica.

Il contesto di riferimento

L'utilizzo dei derivati da parte di enti locali e Regioni va inquadrato nell'ambito di un contesto di riferimento più ampio che ha inciso sull'operatività e diffusione di questi strumenti presso gli enti territoriali. Vorremmo sottolineare, in particolare, due fenomeni.

Il primo è globale, non specifico all'economia italiana né tanto meno agli enti territoriali del nostro Paese. Ci riferiamo alla crescita esponenziale delle attività finanziarie rispetto alle effettive necessità dell'economia reale che, in presenza di controlli frammentati e non efficaci, ha condotto alla attuale crisi finanziaria. Il fenomeno è ben noto e non richiede di essere qui analizzato in dettaglio.

Desideriamo solo ricordare che lo sviluppo ipertrofico della finanza si è rivelato nel tempo non funzionale all'obiettivo di favorire la crescita economica e importante causa di instabilità dei mercati e degli stessi intermediari finanziari. Nell'ultimo decennio, l'innovazione finanziaria è spesso degenerata: gli obiettivi originari degli strumenti di copertura del rischio sono stati a volte travalicati. L'ingegneria finanziaria ha avuto in molti casi come unico scopo quello di rendere particolarmente complessi i prodotti offerti a investitori istituzionali e privati. A livello sistemico, il grado di rischio è stato ampiamente sottovalutato da singoli operatori e Autorità di vigilanza.

Blasonate banche di investimento straniere, considerate all'avanguardia nell'attività di intermediazione e innovazione finanziaria, sono state travolte dalle perdite. Importanti banche commerciali americane ed europee hanno

perso oltre il 90% del loro valore borsistico e sono state salvate dalla bancarotta solo grazie ad ingenti iniezioni di fondi pubblici.

Gli elevati livelli di volatilità delle quotazioni, il forte rialzo delle misure di valutazione del rischio di credito, la marcata flessione dei tassi di interesse su tutte le valute hanno raggiunto valori difficilmente prevedibili da qualsiasi modello economico-finanziario.

E' quindi un contesto economico assai complesso e del tutto anomalo quello in cui si potrebbero registrare "potenziali perdite" o "potenziali guadagni" per gli enti territoriali. Naturalmente, va ricordato che parlare di perdite e guadagni ha senso solo alla scadenza dei contratti o in caso di una loro chiusura anticipata.

La seconda caratteristica di cui occorre tener conto è invece specifica al caso italiano. Il processo che ha condotto ad un decentramento territoriale delle decisioni nella gestione della cosa pubblica può essere definito una forma di *"federalismo incompleto"*.

Agli enti territoriali sono state assegnate autonomie decisionali e parallelamente ridotti i trasferimenti da parte del governo centrale. I ritardi nei trasferimenti hanno creato un disallineamento persistente nella velocità con cui entrate e uscita di cassa si materializzavano con un inevitabile aumento della necessità di fare ricorso a forme di finanziamento in grado di garantire l'opportuna liquidità. L'autonomia impositiva è stata molto parziale. I crescenti disavanzi hanno spinto gli enti verso una più elevata domanda di finanziamento a cui, in talune occasioni, si è fatto fronte con operazioni

particolarmente sofisticate e complesse, favorite, da un lato, dal diffuso processo di ingegnerizzazione finanziaria e, dall'altro, dalla necessità di rispettare le regole del Patto di Stabilità interno. Alcuni enti, spinti da esigenze di cassa sempre più pressanti, hanno utilizzato in modo improprio l'*up front* - ancorché erogato dalle banche nel limite massimo dell'1% come stabilito dal DM 389/2003 - per spesa corrente¹.

Va superato il blocco dell'operatività sancito dal quadro normativo più recente

In presenza di forti incertezze sulla portata del fenomeno, il Governo ha emanato il D.L. 25.6.2008 n. 112 convertito, con alcune modifiche, nella legge n. 133 del 6.8.2008 che ha:

- a) transitoriamente bloccato il ricorso ai derivati da parte degli enti;
- b) introdotto il divieto di emettere titoli obbligazionari o altre passività che prevedono il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza.

Il blocco è operativo per un anno (almeno quindi sino al 25 giugno 2009) e comunque sino alla data di entrata in vigore del regolamento che il Ministro dell'Economia e delle Finanze (MEF), sentite Banca d'Italia e Consob, dovrà emanare. Il regolamento dovrà individuare la tipologia dei contratti relativi a

¹ Si precisa al riguardo che la Corte dei Conti prima e il legislatore poi hanno indicato che l'*up front* rientra nel concetto di debito e come tale deve essere correttamente contabilizzato al Titolo IV delle Entrate.

strumenti finanziari derivati che regioni ed enti locali potranno stipulare e stabilirà i criteri e le condizioni per la conclusione delle relative operazioni.

La legge finanziaria 2009 (L. 22.12.2008 n. 203) ha modificato l'articolo 62 della legge n.133/2008. Sono stati rivisti i contenuti dell'emanando regolamento che dovrà, quindi, a) individuare e definire le tipologie di contratti relativi a strumenti derivati che le amministrazioni locali potranno concludere e b) introdurre norme volte ad assicurare idonee condizioni di trasparenza alle operazioni poste in essere. L'articolo 3 della legge n. 203/2008 introduce anche la sanzione della nullità del contratto, in presenza di pattuizioni non conformi, e l'obbligo per il MEF di comunicare alla Corte dei Conti le operazioni concluse dagli enti territoriali. In sostanza, per quanto concerne il regolamento, saranno precisate le componenti derivate, implicite o esplicite, che gli stessi enti avranno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento con lo scopo di circoscrivere le condizioni di rischio assumibili.

Anche la determinazione delle informazioni che i contratti relativi agli strumenti finanziari derivati dovranno riportare è demandata al regolamento dalla legge n. 208/2008 che però sin d'ora precisa che tali informazioni dovranno essere scritte in lingua italiana. Il soggetto che sottoscrive il contratto deve formalizzare per iscritto di aver preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche degli strumenti derivati. Il mancato rispetto delle disposizioni regolamentari così come l'assenza della attestazione della conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dell'operazione comporterà la sanzione di nullità del

contratto. La nullità del contratto potrà essere fatta valere esclusivamente dall'ente locale.

E' stata introdotta la parziale possibilità di rimodulare le posizioni già esistenti. E' quindi ora possibile ristrutturare i contratti in essere, esclusivamente a seguito di modifica della passività alla quale il medesimo contratto derivato e' riferito, con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura.

In sostanza, tutto ciò comporta che le operazioni che possono essere poste in essere hanno un carattere marginale rispetto al debito complessivo degli enti territoriali.

Esprimiamo l'auspicio che venga rimosso il blocco all'utilizzo della finanza derivata per gli enti territoriali. L'attuale basso livello dei tassi di interesse, destinato a durare non sappiamo ancora per quanto tempo, rappresenta una occasione per operazioni di ristrutturazione finanziaria.

Censimento delle operazioni in derivati e creazione di una task force dedicata

AIAF ritiene che la decisione cautelativa di bloccare l'operatività in derivati, se da una parte impedisce l'utilizzo scorretto di tali strumenti, nel tempo priva però gli enti territoriali di una tecnologia finanziaria in grado di migliorare, in via di principio, la gestione di tesoreria.

L'iniziativa legislativa di bloccare l'operatività ha un solo paragone in Europa: quello del Regno Unito dove i derivati agli enti territoriali sono vietati.

Sul blocco dell'operatività occorre, a nostro giudizio, un chiarimento di natura politica. In altri termini, occorre chiarire la ragione del blocco. AIAF ritiene che sia giustificato solo in presenza di una situazione che possa essere di pregiudizio per la finanza locale o in cui non sia temporaneamente possibile esprimere una valutazione tecnico - quantitativa sulla dimensione del fenomeno.

Nel documento "**Crisi Finanziaria: le proposte dell'AIAF**" pubblicato il 17 marzo 2009 ci siamo spinti ad affermare che *"è necessario presidiare con maggiore efficacia il rischio sistemico legato ai prodotti finanziari complessi, che occorre accrescere la trasparenza dei relativi mercati e che è opportuno limitarne la diffusione presso le Amministrazioni pubbliche"*.

Cogliamo questa importante occasione per chiarire meglio questo punto.

A nostro giudizio, gli strumenti di finanza derivata non devono essere demonizzati, né in assoluto né in riferimento al loro utilizzo da parte delle amministrazioni pubbliche.

In alcuni casi, la finanza derivata è stata utilizzata bene permettendo di contenere gli oneri finanziari del debito e quindi gli oneri dei contribuenti; in altri casi, invece, come la Corte dei Conti ha sottolineato nella sua audizione, l'utilizzo dei derivati ha consentito che *"certe consigliature di enti locali potessero superare tranquillamente tutti gli effetti negativi di queste situazioni, anzi ricevendo qualcosa da poter spendere nell'ambito del bilancio dell'ente"*.

Tutto ciò ha comportato, naturalmente, il trasferimento su generazioni future di tutti i rischi”.

La nostra posizione è rivolta a migliorare le condizioni di trasparenza e di adeguatezza nell'utilizzo dei derivati da parte delle amministrazioni pubbliche.

Il problema dell'informativa è cruciale. Ad oggi, non esiste ancora, almeno per quanto a nostra conoscenza, un *database* che permetta di conoscere l'esposizione complessiva al rischio di tasso, cambio o credito degli enti territoriali italiani. Le uniche informazioni disponibili sono contenute nell'audizione dell'On. Vegas (sottosegretario del Ministero dell'Economia e delle Finanze) e in quella del Professor Pittaluga (rappresentante della Conferenza delle Regioni e delle Province Autonome). Le stime di quest'ultimo sono riferite unicamente alle Regioni (ne mancano peraltro tre) e presentano differenze non trascurabili con quelle del MEF.

La Corte dei Conti ha espresso alcune valutazioni sulla base di un questionario inviato ai revisori dei conti degli enti locali cui hanno risposto poco più di metà dei Comuni. Tra i rispondenti, circa il 37% ipotizza un risultato positivo dalla propria esposizione sui derivati, mentre il 52,5% delle amministrazioni ipotizza una perdita ed il rimanente 10% non è stato in grado di esprimersi.

E' auspicabile che venga fatta al più presto chiarezza sui dettagli relativi ai contratti sottoscritti dagli enti territoriali in particolare per quanto riguarda i singoli *term-sheet*. La legge finanziaria del 2007 ha affidato al Dipartimento del Tesoro l'onere di raccolta dei dati relativi alle operazioni in essere;

evidentemente, le modalità di segnalazione da parte degli enti territoriali sono risultate incomplete.

Si suggerisce quindi che l'amministrazione centrale avvii una puntuale opera di censimento del portafoglio derivati in capo agli enti territoriali. Dopo il censimento, dovrebbe essere costante e immediato l'aggiornamento del database, con un sistema informatico a ciò dedicato.

Sarebbe così possibile tranquillizzare la pubblica opinione e rendere noti i dati complessivi sull'ammontare in essere e sul *mark-to-market* (MTM), con un sufficiente dettaglio analitico che consenta, ad esempio, di ripartire, in una certa data, tra posizioni con MTM positivo rispetto a quelle con MTM negativo e di esplicitare la sensitività a specifici rischi di tasso.

AIAF ritiene urgente la creazione di una struttura tecnico-valutativa (*task force*) che sia in grado di caricare su di un idoneo sistema informatico tutti i dati dei contratti che saranno resi disponibili, per poterli analizzare singolarmente ed effettuare simulazioni di scenari. L'obiettivo è quello di poter verificare quanto il portafoglio derivati in capo agli enti territoriali possa risultare sensibile alle fluttuazioni dei mercati. Si tratta di effettuare simulazioni statistiche su scenari possibili. Occorre infatti precisare che ad una specifica variazione di tasso, i derivati finanziari possono avere comportamenti non lineari e forse anche paradossali rispetto agli obiettivi originariamente previsti nel momento della loro stipula.

I dati censiti dovrebbero costituire un'apposita banca dati accessibile agli organi di controllo e che consenta di fornire periodici report agli operatori del settore.

La nostra Associazione si rende disponibile a partecipare alla costituzione della descritta *task force* tecnico quantitativa.

AIAF ritiene, inoltre, che il censimento sopra descritto, la costituzione della relativa banca dati e l'atteso Regolamento del MEF assumano carattere di urgenza: il blocco dell'operatività in derivati può privare infatti gli enti territoriali delle opportunità attualmente offerte dal livello straordinariamente basso dei tassi di interesse.

Alcune osservazioni e proposte per il ripristino dell'attività

Due diligence

Nel frattempo, è importante che gli enti locali, laddove occorra, avviino per proprio conto l'attività di "*due diligence*" sul portafoglio di strumenti derivati. L'incarico di consulenza dovrebbe essere affidato in maniera trasparente attraverso la selezione di una pluralità di candidati (banche e consulenti indipendenti)². Condizione minima è la separazione funzionale tra i ruoli di *arranger* ed *advisor* (consulenza oggettiva e non strumentale), come peraltro

² La selezione dell'*advisor*, trattandosi di servizio oneroso e non essendo consulenza accessoria all'effettuazione di operazioni in strumenti finanziari, è da annoverare tra i servizi finanziari di cui alla categoria 6 della Tabella II A del D. Lgs. 163/2006 e come tale è soggetta alla disciplina del codice degli appalti.

più volte evidenziato dalla giurisprudenza della Corte dei Conti.

La presenza di un consulente affidabile, competente e credibile, potrebbe consentire al legislatore di lasciare agli enti locali la possibilità di effettuare operazioni congruenti ad una funzione di copertura del rischio e convenienza che non sempre è schematizzabile senza valutare approfonditamente le singole posizioni. Ciò consentirebbe, quindi, al legislatore di evitare apparati normativi troppo rigidi che, rendendo possibili solo poche tipologie di operazioni o non chiarendo bene la loro ammissibilità, danneggino finanziariamente gli enti locali sia impedendo nuove coperture, sia impedendo di correggere le posizioni in essere.

In sostanza, l'eccessiva restrizione dell'attività potrebbe accrescere i rischi anziché ridurli come è nelle finalità del legislatore.

Operazioni ammesse

La finanza derivata deve servire a coprire i rischi finanziari. L'operatività in derivati da parte degli enti territoriali dovrebbe fermarsi ai derivati di tasso (*IRS-Interest Rate Swaps, Caps, Collars, FRA-Forward Rate Agreements*); l'unico rischio finanziario che dovrebbe essere gestito è il rischio tasso, connesso alla struttura del passivo dell'ente. Nel caso di emissioni in valuta, il rischio di cambio deve essere annullato con *Cross Currency Swaps*, come prevede l'attuale normativa (DM 389/2003 e successiva circolare esplicativa).

In passato, alcune forme di distorsione si sono manifestate nelle seguenti forme:

- operazioni in derivati che prevedevano un contributo di cassa positivo (*up front*) per il primo anno ma aumentavano il rischio e quindi i possibili oneri futuri del contraente;
- operazioni in derivati che trattavano un rischio finanziario completamente estraneo al rischio dell'ente locale; alcune amministrazioni sono esposte in derivati di credito (i CDS); tali contratti dovrebbero essere utilizzati solo da chi deve coprire un rischio di credito, non certo per assumerne di nuovi; è stato questo il caso dei fondi di ammortamento, nei quali si è investito in obbligazioni o titoli di Stato per ripagare l'indebitamento dell'ente.

Non conosciamo la diffusione di queste operazioni. E' tuttavia evidente che anche un numero esiguo di operazioni di dubbia conformità alla normativa può negativamente colpire l'opinione pubblica e i media.

Tasso fisso e tasso variabile

Come evidenziato dal dottor Santececca dell'ABI, la decisione di assumere passività a tasso fisso o a tasso variabile è ugualmente ammessa dalla normativa vigente. La convenienza dell'una o dell'altra soluzione non è, purtroppo, valutabile se non *ex post*, una volta conclusosi il rimborso del debito stesso. Un indebitamento a tasso variabile non è dunque, *ex ante*, né migliore né peggiore di un indebitamento a tasso fisso.

L'operatività in derivati è in grado di mutare la natura delle passività, trasformando quelle a tasso fisso in tasso variabile e viceversa. In principio, dunque, il derivato, se utilizzato per tale trasformazione, non è né buono né

cattivo, ma consente semplicemente all'ente locale di ribaltare una propria scelta passata, trasformando la natura del suo indebitamento in una forma più conveniente al mutare delle condizioni di mercato.

Occorre tuttavia rilevare come lo *swap* di tasso sia stato talora utilizzato non tanto per migliorare le condizioni di indebitamento complessivo dell'ente locale, ma guardando invece in maniera più ristretta alla convenienza di breve periodo. Per semplificare, ci sembra di poter dire che molte amministrazioni locali hanno fatto ricorso allo strumento derivato nel momento in cui esso offriva la possibilità di migliorare la situazione di cassa dell'esercizio corrente, non guardando all'eventualità (che spesso si è verificata) di un peggioramento negli esercizi futuri.

A questo proposito, vale forse la pena sottolineare come tali decisioni siano di difficile valutazione anche per gli operatori professionali (siano essi banche o fondi di investimento); è ragionevole pensare che almeno una larga parte delle amministrazioni locali non possieda internamente strumenti sufficienti a valutare la convenienza di un certo tipo di indebitamento o di un certo tipo di derivati volti alla trasformazione della natura del proprio passivo.

Crediamo che in questa sede si debba riflettere sull'opportunità di offrire alle amministrazioni locali strumenti adeguati per utilizzare tale operatività nella maniera più efficiente possibile. Riteniamo che, pur nel rispetto dell'autonomia degli enti locali, si debba disporre di presidi centrali gestiti dal MEF in grado di offrire adeguata consulenza e supporto per operare all'interno di questi mercati.

Il pagamento di un up front

Il pagamento di un *up front* è una pratica inusuale all'interno del mercato degli *swap* su tassi di interesse. In condizioni normali, infatti, le due controparti scambiano tasso variabile con un certo tasso fisso (dove il tasso fisso, il cosiddetto "tasso *swap*" è di fatto il prezzo di mercato, ovvero ciò che il mercato ritiene in quel momento equo). Non è di conseguenza previsto alcuno scambio di denaro al momento della stipula del contratto. In questo senso, pare che i contratti con corresponsione di pagamento *up front* a favore degli enti locali siano stati costruiti *ad hoc*, per invogliare gli enti stessi alla sottoscrizione di un contratto. E' chiaro che il contratto veniva strutturato in modo da garantire un vantaggio immediato all'ente locale, appesantendone tuttavia gli oneri finanziari negli esercizi seguenti.

A tale proposito, riteniamo valida l'impostazione della Legge Finanziaria per il 2009 secondo cui il pagamento dell'*up front* deve essere considerato alla stregua di un indebitamento futuro, e non possa in ogni caso essere inserito tra le disponibilità di cassa dell'esercizio in corso.

Il mark-to-market

Al fine di valutare esattamente le negoziazioni intraprese dall'ente territoriale, occorre ribadire la necessità di valutare correttamente l'esposizione maturata sui derivati e di contabilizzare in maniera adeguata i vari flussi di cassa, ivi inclusi gli eventuali *up front*. La richiamata nota di *best practice* pubblicata dalla nostra Associazione (Appendice 2) va in questa direzione.

L'esposizione maturata su un derivato viene definita dagli addetti ai lavori *mark-to-market* ed equivale alla cifra in denaro che si dovrebbe sborsare nel caso in cui si volesse chiudere ad una determinata data il contratto derivato.

Va sottolineato come tale esposizione rappresenti potenzialmente un problema nel caso in cui il *mark-to-market* presenti un valore negativo. Dobbiamo, tuttavia, ricordare che non tutti gli enti locali si trovano in questa situazione. Vi sono casi di contratti che presentano oggi un *mark-to-market* positivo, e che offrirebbero all'ente un'entrata nel caso in cui si volesse chiudere anticipatamente l'operazione, esponendo però lo stesso ente alle future erraticità dei mercati.

La valutazione delle condizioni del contratto

Una delle principali difficoltà di chi opera sui derivati di tasso di interesse è la valutazione degli strumenti trattati. I derivati di tasso, infatti, sono quasi esclusivamente trattati al di fuori dei mercati regolamentati (si tratta di derivati OTC). Non esistono prezzi ufficiali di chiusura e i contratti conclusi sul mercato sono sostanzialmente differenti l'uno dall'altro.

L'assenza di standardizzazione risponde all'esigenza del cliente finale che richiede un prodotto "su misura" in grado di adattarsi perfettamente ai suoi rischi finanziari. Tale esigenza di copertura creata *ad hoc* è confermata dalla stessa normativa italiana per gli enti territoriali, che richiede una stretta corrispondenza tra il contratto derivato e il passivo sottostante di cui si copre il rischio.

Gli operatori del settore si districano in questo complesso ambiente effettuando investimenti rilevanti sia in personale qualificato (in grado di valutare tali contratti) sia in costosi sistemi informativi e *software* finanziari. A nostro avviso, risulta difficile pensare che una media o piccola amministrazione locale sia in grado di dotarsi da sola di tali strumenti, magari per la stipula di un solo contratto, se non tramite supporto tecnico esterno.

Va sottolineato che, nell'aleatorietà delle quotazioni fuori mercato, si nascondono possibili rischi per gli enti territoriali. Anche qui le distinzioni sono però doverose.

Riteniamo che in molti casi la banca abbia percepito un margine di intermediazione che andava a remunerare onestamente il servizio prestato e il rischio assunto: molte banche hanno con gli enti locali un consolidato rapporto ultra-decennale che sarebbe stato incoerente mettere a rischio per una singola operazione mal prezzata. Altri intermediari, invece, potrebbero aver trattato con gli enti locali in un'ottica di brevissimo periodo, puntando a massimizzare il numero di operazioni realizzate e il relativo margine.

Resta il fatto che, in assenza di un'adeguata conoscenza specialistica e di un adeguato supporto valutativo, gli enti locali continueranno a doversi fidare in maniera acritica delle banche con cui hanno rapporti.

Le difficoltà di utilizzo dei contratti derivati

La non standardizzazione dei contratti, unitamente all'operatività al di fuori di mercati regolamentati, espone l'ente locale a rischi particolari, che solo un

operatore del settore è in grado di gestire. Facciamo solo alcuni esempi delle problematiche che si devono affrontare operando su mercati non regolamentati:

- **valutazione del prezzo del contratto:** abbiamo già evidenziato come siano richieste professionalità specifiche, unitamente a strumenti informatici dal costo non irrilevante;
- **negoziazione dei contratti quadro (utilizzo di contrattualistica ISDA):** si concorda con le perplessità evidenziate dalla Corte dei Conti nell'audizione del 18 febbraio. Si ritiene di gran lunga preferibile utilizzare contratti di Diritto Italiano anziché l'ISDA che è redatto in lingua inglese, in relazione al fatto che dall'utilizzo dell'ISDA ne consegue l'applicazione del diritto anglosassone in luogo di quello italiano con le ovvie difficoltà di conoscenza e interpretazione in un ordinamento normativo completamente diverso (common law). La contrattualistica da adottarsi dovrà preferibilmente essere in lingua italiana anche in considerazione del dettato dell'art. 3 comma 3 della legge n. 203/2008 che prevede come al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati nonché delle clausole relative alle predette componenti derivate, le informazioni dovranno essere rese in lingua italiana.
- **gestione del rischio di controparte:** i recenti eventi hanno purtroppo evidenziato che non tutte le controparti bancarie sono in grado di sopravvivere alla crisi; sarebbe disastroso aver coperto correttamente i propri rischi per poi scoprire che la controparte che aveva venduto

l'assicurazione è stata travolta dalla crisi finanziaria e non è più in grado di onorare i propri impegni.

I partecipanti al mercato degli *swap* affrontano le varie problematiche indicate dotandosi di apposite strutture in grado di valutare il prezzo e i rischi dei derivati; hanno il supporto legale di personale specializzato; gestiscono il rischio di credito tramite accordi di scambio di garanzie (con pagamenti quotidiani che vanno a proteggere la controparte che si trovi ad avere un *mark-to-market* positivo). Ovviamente, tali strutture non sono facilmente replicabili per il singolo ente locale, richiedendo un investimento iniziale non indifferente.

Centralizzazione dei contratti e attività di consulenza a supporto degli enti territoriali

Per queste ragioni, riteniamo possa essere utile per gli enti territoriali avvalersi di presidi tecnici gestiti da organi centrali, in grado di assisterli nella stipula e nella gestione delle operazioni in derivati. Convogliando l'operatività su un'unica unità centrale, si raggiungerebbe la massa critica in grado di giustificare un certo tipo di investimenti; si conferirebbe inoltre il rischio controparte ad un'unica entità, in grado di gestirlo secondo *standard* di mercato adeguati per il contenimento di tale esposizione.

Oltre a prevedere un ruolo di controllo e consulenza da parte del Dipartimento del Tesoro, l'Associazione ritiene necessario scindere il ruolo dell'*arranger* (ovvero dell'intermediario che propone il contratto di ristrutturazione del debito

dell'ente territoriale) da quello dell'*advisor* (che consiglia l'ente territoriale nell'operazione di ristrutturazione del debito).

L'*advisor* dovrà essere in grado di evidenziare i fenomeni qualitativi e quantitativi delle operazioni di ristrutturazione del debito dimostrandone: l'adeguatezza, l'appropriatezza, la congruità, l'efficacia intesa come capacità degli strumenti di raggiungere gli obiettivi di copertura, l'efficienza intesa come maggiore o minori costi sopportati in rapporto al livello di massima efficacia delle operazioni sia in essere che pregresse ed in relazione ai reali e potenziali rischi sui sottostanti dei derivati stessi.

Piattaforma di valutazione dei derivati "open source" AIAF

Il gruppo di studio AIAF dedicato agli enti territoriali ha avviato un progetto per la creazione di una piattaforma di valutazione dei derivati finanziari in logica "open source"³

Attraverso procedure semplificate e guidate si renderanno disponibili strumenti qualificati per la valutazione dei prodotti finanziari IRS nelle configurazioni caratteristiche utilizzate dagli enti territoriali. Tale piattaforma sarebbe molto utile per la citata *task-force* che abbia l'obiettivo di caricare su un sistema informatico adatto i dati di tutti gli enti, anche al fine di sviluppare simulazioni di sensitività all'andamento dei tassi e delle analisi quantitative dell'insieme della massa dei derivati finanziari degli enti.

³ Ci riferiamo a quelle modalità di produzione cooperativa tra tecnici dei software per la condivisione e lo sviluppo di sistemi complessi; si tratta della stessa logica che ha prodotto il sistema operativo LINUX solo per citare un famoso esempio.

Conclusioni

Il blocco dell'attività in derivati rappresenta una misura estrema che riteniamo debba essere superata mediante l'approvazione di un apposito sistema di regole.

Per facilitare le dovute decisioni politiche occorre procedere rapidamente ad un censimento delle operazioni in essere con l'indicazione dei *term-sheet* dei singoli contratti.

AIAF ribadisce la propria disponibilità a partecipare ad una *task force* presieduta e coordinata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Riteniamo che, in media, gli enti locali (soprattutto quelli di media o piccola dimensione) non possiedano professionalità specialistiche né mezzi adatti ad affrontare un mercato complesso come quello dei derivati su tasso. Sarebbe quindi opportuno, a nostro avviso, incentivare l'utilizzo di consulenti esterni.

Si ritiene che i costi e la complessità della necessaria corretta attività di valutazione modificheranno la convenienza delle operazioni in derivati e ne renderanno in sostanza praticabile l'utilizzo a partire da determinati importi e per enti locali di una certa dimensione.

In generale, i derivati, così come il ricorso al mercato del debito, devono mirare a tenere sotto controllo gli oneri finanziari che gravano sul contribuente. Non devono in nessun caso risolversi in un espediente per ribaltare sulle generazioni future le ristrettezze finanziarie di oggi.

APPENDICE 1

Commissione Analisi Fondamentale: modelli Finanziari

(Consigliere Referente: Alfonso Scarano)

Nota di "Best Practice" riguardante le modalità di assegnazione ed i contenuti degli incarichi, da parte degli enti locali, finalizzati alla valutazione tecnica di strumenti finanziari derivati in essere

Responsabile del Gruppo di lavoro AIAF: ing. Alfonso Scarano

Premessa

Da tempo il gruppo di studio AIAF sugli enti locali affronta la tematica dell'utilizzo dei prodotti finanziari derivati negli "enti locali". Partecipano al gruppo, a titolo personale, professionisti esperti della materia di estrazione bancaria, consulenza finanziaria e legale e cultori della materia. L'attività di studio non è dissociata dalla attività Aiaf di diffusione di cultura finanziaria sia a livello tecnico verso gli operatori che a livello sociale per una più ampia e corretta comprensione dei fenomeni finanziari.

In tale ambito, il gruppo di lavoro ha collaborato per la realizzazione di un seminario specialistico rivolto agli enti territoriali presso il Comune di Milano che si è svolto il 10 dicembre 2007. **Nell'ambito dell'attività di studio il gruppo ha preparato questa "nota di best practice" che vuole essere un contributo di chiarezza e di correttezza tecnica.**

Finalità

Obiettivo di questa nota di "best practice" è di fornire alcune indicazioni pratiche ed operative agli amministratori di enti locali che, al fine di comprendere le caratteristiche economiche e finanziarie dei prodotti finanziari derivati sottoscritti dall'ente, intendano procedere ad una coerente assegnazione di incarico consulenziale per la valutazione dei prodotti finanziari derivati medesimi.

Contenuti

E' buona prassi che l'incarico, per avviare una attività di "due diligence" sul portafoglio di strumenti derivati ed il calcolo del relativo valore di mercato (MTM), in genere progettati in funzione di ristrutturazioni di operazioni di indebitamento, venga affidato in maniera trasparente attraverso una selezione di una pluralità di candidati tramite un incarico remunerato.

Tale incarico è auspicabile che possa prevedere due o più soggetti indipendenti e tra loro distinti, che produrranno due o più valutazioni separate ed indipendenti. La ridondanza dell'incarico appare necessaria in quanto spesso ci si trova a dover

esaminare operazioni strutturate complesse che prevedono la valutazione di programmi di calcolo e di serie storiche di dati per il cui esame sono necessarie specifiche competenze.

E' essenziale che l'incarico volto all'attività di "due diligence" sia conferito ad un soggetto diverso e del tutto indipendente da quello che procederà alla successiva attività di negoziazione volta alla ristrutturazione degli strumenti finanziari e/o del debito. In altri termini chi parteciperà alla selezione per l'incarico avente ad oggetto la "due diligence" (consulenza oggettiva), dovrà essere automaticamente escluso da ogni incarico relativo alla conseguente ristrutturazione.

Tutto ciò premesso l'incarico di "due diligence" dovrà essere affidato ad una società di consulenza finanziaria indipendente (consulenza oggettiva), o ad un intermediario autorizzato, referenziati e con riconosciute competenze e professionalità nell'area dell'ingegneria finanziaria e nella valutazione degli strumenti derivati. L'incarico dovrà essere remunerato specificatamente.

Il contenuto della prestazione consulenziale includerà:

- La rilevazione di tutti i contratti attualmente posti in essere tra l'ente locale e le controparti bancarie.
- L'analisi delle caratteristiche legali, contrattuali, di tutta la modulistica utilizzata relativa agli strumenti derivati negoziati in verifica della coerenza gli obiettivi dei contratti stessi.
- La conduzione di un'analisi di coerenza con gli obiettivi degli strumenti finanziari, cosiddetti "derivati", negoziati e la natura delle operazioni d'indebitamento sottostanti, con l'esplicita finalità di ottimizzare il profilo d'indebitamento ed il relativo costo per interessi in una logica di rigorosa copertura dei rischi come peraltro richiesto dalla normativa vigente.
- L'analisi del profilo di rischio delle posizioni in "derivati" compresa l'analisi di "shortfall" ovvero di massima perdita statisticamente attesa, in rapporto alle caratteristiche finanziarie delle esposizioni debitorie sottostanti. Tale stima dovrà essere effettuata attraverso l'adozione delle migliori metodologie quantitative correntemente utilizzate dalla prassi di mercato per quantificare il profilo di rischio di transazioni finanziarie complesse. Tali metodologie di valutazione, come pure i software e le serie storiche utilizzate devono essere presentate nella relazione finale, con tutti gli elementi utili per rendere trasparente e comprensibile lo stato del portafoglio di questi prodotti finanziari.
- Stima del valore di mercato delle posizioni in derivati, attraverso l'implementazione delle metodologie di stima quantitativa utilizzata nella migliore prassi di mercato per addivenire ad una stima del "fair value" dei suddetti contratti rispetto al valore di mercato "MTM" indicato dalla controparte. Tale indicazione consentirà di evidenziare se le posizioni in derivati configurano una situazione di perdita o di guadagno per l'ente locale, e di gestire opportunamente questa fonte di potenziale rischio economico per l'ente locale stesso.

- Tale perizia dovrebbe anche stimare il danno conseguente all'inadeguato utilizzo di strumenti finanziari derivati, calcolato con la cosiddetta metodologia "differenziale" (ovvero il valore differenziale rispetto ad equivalenti operazioni di massima efficacia ed efficienza).
- L'analisi di eventuali operazioni di ristrutturazione di posizioni in derivati di natura pregressa (c.d. "unwinding"). In tale ambito sarà necessario valutare i costi impliciti o eventuali fenomeni di "mispricing" sopportati in ogni operazione di ristrutturazione effettuata.

Riassumendo: la valutazione di un prodotto o portafoglio di prodotti derivati deve concretizzarsi alla stregua di una consueta "perizia tecnica" in grado di evidenziare i fenomeni sia qualitativi che quantitativi che dimostrino il livello di:

- a) adeguatezza / appropriatezza
- b) congruità
- c) efficacia, intesa come capacità degli strumenti di raggiungere gli obiettivi di copertura
- d) efficienza, intesa come maggiori e minori costi sopportati in rapporto al livello di massima efficacia delle operazioni sia in essere che pregresse ed in relazione ai reali e potenziali rischi sui sottostanti dei derivati stessi.

APPENDICE 2

Commissione Analisi Fondamentale: Modelli finanziari

(Consigliere Referente: Alfonso Scarano)

Nota di trasparenza nella rappresentazione degli strumenti finanziari derivati nei documenti finanziari

Premessa

Da tempo il gruppo di studio AIAF sugli enti locali affronta la tematica dell'utilizzo dei prodotti finanziari derivati. Partecipano al gruppo, a titolo personale, professionisti esperti di estrazione bancaria, consulenza finanziaria e legale e cultori della materia.

In tale ambito, il gruppo di lavoro ha collaborato per la realizzazione di un seminario specialistico sull'utilizzo dei prodotti finanziari derivati rivolto agli enti territoriali ospitato presso il Comune di Milano e svoltosi il 10 dicembre 2007. Una prima "nota di best practice" è stata pubblicata il 6 marzo 2008 ed è reperibile sul sito dell'associazione all'indirizzo: www.aiaf.it – **altre pubblicazioni**.

Finalità

Obiettivo di questa nota di best practice è di fornire alcune indicazioni pratiche ed operative agli amministratori ed ai funzionari degli enti locali per procedere ad una utile e trasparente contabilizzazione delle poste riferibili al dettaglio dell'impatto contabile dei prodotti finanziari derivati.

Contenuti

La presente nota riguarda principalmente il dettaglio contabile dei contratti finanziari derivati sui tassi di interesse (Interest Rate Swap - IRS) sia per quanto concerne i flussi (regolazioni periodiche) che i valori degli strumenti "mark to market" (MTM).

Infatti, nei contratti finanziari derivati esistono alcuni elementi che dovrebbero risultare reperibili ed evidenti nel bilancio previsionale e nel rendiconto consuntivo dell'ente locale, ed esattamente:

- l'eventuale "up front" (o anticipo);
- il "mark to market" (MTM) del derivato calcolato al momento della sottoscrizione;
- il saldo attivo o passivo annuale dei flussi finanziari;
- il "mark to market" (MTM) calcolato alla data del bilancio di previsione e alla data del rendiconto;
- una analisi del rischio correlato al prodotto derivato;

- una analisi prospettica del rischio legato ai flussi di cassa attesi futuri con indicazione della perdita potenziale massima attesa ("short fall" o "worst case");
- l'indicazione del grado di efficacia della copertura.

Per quanto riguarda l'"up front" (o anticipo), è ormai chiaro nelle prassi che non possa essere destinato a spese correnti (titolo I). Di conseguenza la collocazione dello stesso al titolo III, entrate extra-tributarie, è da considerarsi impropria, così come già rilevato dalla Corte dei Conti e dal principio contabile per gli enti locali n.3, che al punto 47 precisa che: *"l'eventuale entrata derivante dalla contrattazione di swap finalizzati alla ristrutturazione dei tassi di interesse del residuo debito riguarda la rimodulazione del debito precedentemente contratto per investimenti ed incide sulle condizioni economico-finanziarie e gli equilibri di bilancio di medio-lungo termine; pertanto va considerata straordinaria da allocare nel titolo IV delle entrate"*.

Riteniamo che l'"up front" ove già impropriamente utilizzato per finanziare spese correnti dovrà essere accantonato per motivi prudenziali, ad esempio attraverso la costituzione di un vincolo sull'avanzo di amministrazione.

Per quanto riguarda i saldi annuali è chiaro che il differenziale negativo, ovvero quanto occorre pagare nel corso dell'anno, non può che essere considerato una spesa corrente e deve essere quindi classificato come spesa da titolo I.

Più delicata è invece la collocazione del saldo positivo. Ove fosse composto di soli interessi sarebbe sostenibile la tesi di una sua collocazione al titolo III, entrate extratributarie.

Tuttavia, si ricorda che la sezione Lombardia della Corte dei Conti opta, prudenzialmente, per una collocazione al titolo IV e cioè tra le Entrate da alienazioni, trasferimenti in conto capitale.

Le spese connesse alla definizione di nuovi diritti, ad esempio acquisto di cap, (premi pagati "una tantum", anziché in termini di maggiorazione degli spread) dovranno essere imputate al Titolo II della spesa quali "costi pluriennali" da ammortizzare.

Dall'analisi dei documenti di bilancio, si evince che la contabilizzazione dell'MTM dovrebbe richiedere l'auspicata introduzione di un bilancio rispettoso degli International Public Sector Accounting Standards (IPSAS, norme che riguardano la Pubblica Amministrazione equivalenti agli International Financial Reporting Standards IAS/IFRS applicati alle imprese quotate), in aggiunta all'attuale prassi di contabilità finanziaria.

Nell'immediato, un primo passo, anche se non risolutivo, è stato compiuto dalla legge finanziaria per il 2008 che ha previsto all'art. 3, comma 383 che venga allegato al bilancio dell'ente una nota informativa in ordine agli strumenti finanziari derivati che l'ente ha concluso o intende concludere.

Tale informativa, peraltro, dovrebbe includere tutte le informazioni tecniche relative all'operazione, i flussi differenziali generati a partire dalla data di stipula del contratto, quelli potenziali previsti dalla struttura a scadenza e la valutazione dell'MTM, ad esempio calcolata su base trimestrale.

Per quanto riguarda il merito del grado di efficienza della copertura ricordiamo innanzitutto che la normativa vieta la stipulazione di contratti di natura speculativa.

Tuttavia riterremmo opportuno, in via volontaria ed al fine di una maggiore trasparenza, che sia periodicamente verificato che sia ancora sussistente l'indebitamento che è stato oggetto dell'operazione in derivati, ovvero che vi sia corrispondenza tra la struttura dei derivati ed il debito sottostante (efficacia di copertura).

Sarebbe anche auspicabile che oltre al valore dei debiti in essere o previsti in sede di relazione previsionale e programmatica o di nota integrativa siano sempre evidenziati la composizione complessiva del debito dell'ente (esposizione a tasso fisso e/o variabile), la durata media del debito e le caratteristiche principali dello stesso. In tal modo sarà dunque possibile valutare il peso del valore di mercato delle operazioni di finanza derivata rispetto all'indebitamento globale.



COMANDO GENERALE DELLA GUARDIA DI FINANZA



**AUDIZIONE DELLA GUARDIA DI FINANZA
PRESSO LA
6[^] COMMISSIONE FINANZE E TESORO
DEL SENATO DELLA REPUBBLICA**

*Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione
degli strumenti di finanza derivata
e delle cartolarizzazioni delle pubbliche amministrazioni*

10 giugno 2009

305

Signor Presidente, Onorevoli Senatori, porgo innanzitutto il saluto ed il ringraziamento del Comandante Generale della Guardia di Finanza, Gen. C.A. Cosimo D'Arrigo, per l'invito a partecipare all'indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni delle Pubbliche Amministrazioni.

Tenendo conto degli obiettivi della Commissione e del grado avanzato di approfondimento del fenomeno a seguito delle audizioni precedenti, intendiamo sottoporre alla vostra attenzione dei contributi pragmatici di riflessione e proposta che scaturiscono dall'attività operativa della Guardia di Finanza in materia di frodi ed abusi scoperti nell'ambito della gestione del debito pubblico mediante strumenti finanziari derivati.

A tal fine, abbiamo preparato una relazione articolata su tre punti:

- in primo luogo, illustrerò l'impatto e la consistenza delle indagini condotte in questo campo dai Reparti del Corpo nel 2008 e nel 2009, con il relativo peso sullo *stock* del valore nozionale complessivo dei derivati negoziati dalle Regioni, dalle Province e dai Comuni delle varie aree;
- in secondo luogo, per rendere più concreto il discorso, fornirò uno spaccato delle investigazioni più importanti sviluppate dai Reparti in merito all'operatività in derivati dei Comuni di Milano e Cassino e della società Poste Italiane, nonché per il caso della scalata Antonveneta da parte della Banca Popolare di Lodi; un accenno dedicherò altresì all'indagine inerente alla cartolarizzazione di crediti sanitari vantati nei confronti della Regione Abruzzo;
- infine, svolgerò alcune considerazioni sulla validità delle misure varate con le ultime tre leggi finanziarie e con la cosiddetta manovra d'estate 2008, che hanno rafforzato notevolmente i vincoli ed i limiti dell'accesso

al mercato dei capitali da parte degli Enti territoriali, così da porre un freno alle deviazioni ed alle anomalie più gravi emerse negli ultimi anni.

Per eventuali richieste di approfondimento, sono con me a vostra disposizione il Comandante del Nucleo Speciale Polizia Valutaria - Colonnello Cuzzocrea ed il Comandante del Nucleo di Polizia Tributaria di Milano - Colonnello Rapanotti.

1. Attività investigativa della Guardia di Finanza in materia di strumenti finanziari derivati

Nell'ultimo anno e mezzo (da gennaio 2008 a maggio 2009) i Nuclei di polizia tributaria del Corpo hanno attivato e sviluppato su delega dell'Autorità Giudiziaria 24 filoni d'indagine concernenti prodotti derivati, di cui:

- 16 riguardano investigazioni di polizia giudiziaria per ipotesi di truffa, appropriazione indebita e falso, oggetto di fascicoli processuali aperti presso le Procure della Repubblica di Roma (n. 3), Milano (n. 2), Torino, Verona, Asti, Como, Bologna, Firenze, Napoli, Bari, Brindisi, Ragusa e Messina;
- 8 riguardano, invece, accertamenti in materia di spesa pubblica delegati dalle Procure Regionali della Corte dei Conti del Lazio (n. 2), Veneto (n. 2), Puglia, Umbria, Abruzzo e Piemonte, per l'accertamento di eventuali responsabilità per danni erariali da parte di funzionari ed amministratori locali.

In particolare, 16 delle 24 inchieste ordinate dall'Autorità Giudiziaria ordinaria e contabile hanno come destinatari 44 Enti territoriali (ossia 2 Regioni, 1 Provincia, 9 Comuni capoluogo e 32 Comuni non capoluogo) ed una società pubblica, che tra il 2002 ed il 2006 hanno stipulato contratti derivati su tassi d'interesse collegati a sottostanti valori nozionali pari complessivamente a nove miliardi di euro.

L'elenco analitico dei contesti in questione è riportato nella scheda consegnata in allegato alla relazione.

Si tratta di accertamenti qualitativamente complessi, che vanno ad impattare su una massa consistente del fenomeno, ove si tenga presente che, sulla base dei dati comunicati dagli Enti territoriali al Dipartimento del Tesoro ai sensi dell'art. 41 della legge n. 448 del 28 dicembre 2001, i contratti derivati in corso al 31 dicembre 2008 presso circa 600 Amministrazioni locali ammontano ad un valore nozionale di 35,5 miliardi di euro, come ha ricordato il Vice Ministro dell'Economia e delle Finanze - On. Vegas nell'audizione del febbraio scorso avanti a codesta Commissione.

Volendo a questo punto entrare più nel vivo delle problematiche, debbo addentrarmi in una breve digressione di carattere tecnico, che è indispensabile per cogliere i motivi per cui tutte le operazioni in derivati oggetto degli accertamenti dei nostri Nuclei pt riguardano sempre due tipologie di prodotti "esotici" o "strutturati", ossia gli "*interest rate swap non par*" e gli "*interest rate swap collar*".

Infatti, occorre tener conto che tutte le indagini riguardanti gli Enti territoriali hanno fatto emergere, in linea generale, due peculiarità ricorrenti:

- il coinvolgimento di istituti bancari italiani e/o di banche d'affari estere di primaria rilevanza che, in qualità di intermediari (*broker*), consulenti (*arranger*) o controparti delle operazioni, hanno proposto ristrutturazioni di debiti pregressi e la stipula di contratti derivati di copertura. E' questo un elemento importante visto che, in caso di intermediari esteri, le regole di condotta applicabili al servizio di investimento sono quelle vigenti nello Stato estero di residenza degli intermediari;
- il prevalente ricorso a strumenti finanziari derivati del tipo "*interest rate swap*" (IRS), effettuato dagli Enti territoriali per tutelarsi dai rischi legati

alla variazione dei tassi d'interesse applicati sulle strutture di debito assunte.

Al riguardo, come noto agli esperti, nella loro forma più semplice (c.d. *plain vanilla*), gli swap sui tassi d'interesse sono prodotti derivati in cui due controparti si impegnano, per un determinato numero di anni e secondo regole convenzionalmente stabilite, a scambiarsi periodicamente flussi di interessi calcolati su un capitale di riferimento (o nozionale). Il primo dei due flussi finanziari è determinato in relazione ad un tasso d'interesse fisso, mentre l'altro è calcolato in funzione di un tasso variabile di mercato (solitamente il Libor o l'Euribor). Di norma, le due posizioni sono strutturate in modo tale da risultare equivalenti al momento della stipula (contratto *par*).

In questo modo, attraverso la stipula di un *interest rate swap*, chi detiene un finanziamento pluriennale a tasso fisso può convertire il proprio indebitamento in uno a tasso variabile, qualora lo ritenga più conveniente sulla base di prospettive di riduzione dei tassi d'interesse.

Viceversa, chi ha contratto un mutuo o ha emesso obbligazioni a tasso variabile e prevede un rialzo dei tassi d'interesse sul mercato, può coprire tale rischio acquistando da una banca uno *swap* con cui versa un flusso finanziario a tasso fisso e riceve in cambio un flusso di pagamenti a tasso variabile, per un certo numero di anni.

All'inizio, i contratti *swap* "semplici" (tipo "*plain vanilla*", non strutturati) prevedono all'atto della stipula tassi d'interesse fissi e variabili sostanzialmente equivalenti, in modo che l'acquirente del derivato (che paga il tasso fisso, ad esempio, del 2,5%) ed il venditore (che corrisponde il tasso variabile, ad esempio, Libor 2% più uno *spread* dello 0,5%) si scambieranno con la prima liquidazione (semestrale o annuale) flussi di denaro esattamente in equilibrio. Dopo la prima liquidazione, l'eventuale

incremento (o decremento) dei tassi di mercato determinerà il vantaggio (o la perdita) di convenienza dell'acquirente dello *swap*.

Sin qui, gli *swap* "semplici" sono dei normali prodotti finanziari che servono a ridurre i rischi finanziari di portafoglio, con finalità di copertura di eventuali perdite future.

Fatto sta che, però, le forme semplici dei contratti IRS sono state nel tempo combinate con clausole aggiuntive che ne hanno reso più complessa la struttura, trasformando quelli che originariamente erano strumenti di copertura in prodotti fuori *standard* o "esotici", altamente speculativi, creati dall'ingegneria finanziaria internazionale, con l'effetto di esporre gli Enti sottoscrittori al rischio d'ingenti perdite.

Tra i prodotti strutturati più diffusi ed utilizzati anche tra gli Enti pubblici italiani si rinvengono i contratti IRS *non par* e gli IRS *collar*.

Gli *swap non par* sono dei contratti nei quali non sussiste la condizione iniziale d'equivalenza tra le prestazioni, ma con essi uno degli attori accetta, al momento della stipula del contratto, condizioni più penalizzanti rispetto all'altro, ottenendo in cambio il pagamento di una somma a pronti (*up front*), che "dovrebbe" compensare la sua posizione di svantaggio.

Negli *swap collar*, invece, la parte che si è impegnata a corrispondere flussi in base al tasso variabile non effettuerà i versamenti ad ogni scadenza prestabilita - come avviene per gli *swap plain vanilla* - ma unicamente nel caso in cui il tasso di mercato risulterà compreso tra un valore massimo (*cap*) ed un valore minimo (*floor*).

Con questo tipo di prodotto, quindi, il soggetto ottiene una diminuzione dei costi correlati alla sottoscrizione del derivato accettando, però, una copertura del rischio limitata a certi livelli di tassi d'interesse.

In definitiva, la notevole complessità della struttura del derivato determina un'elevata opacità dello strumento ed una maggiore difficoltà di valutazione, in quanto per una corretta operazione di *pricing* sono richieste

sofisticate competenze di matematica finanziaria. Spesso, tali strumenti vengono proposti come prodotti di copertura del rischio d'interesse pur essendo inadatti a questa finalità e presentano - di contro - le caratteristiche di prodotti di natura speculativa.

Per poter valutare appieno il rischio connesso a tali strumenti diviene perciò indispensabile il possesso di idonee competenze professionali da parte dei contraenti, necessarie per comprendere il grado di rispondenza del prodotto alle esigenze economiche di ciascuna delle controparti.

A tal riguardo, l'esperienza maturata dalle indagini ha evidenziato che, in alcuni casi, i responsabili di Enti locali hanno sottoscritto strumenti derivati, pur non avendo la reale percezione dell'effettivo rischio assunto. Infatti, al fine di posticipare la data di rimborso dei finanziamenti originari ed evitare l'immediata iscrizione in bilancio di una perdita certa, gli Enti locali hanno proceduto alla rinegoziazione di vecchi contratti di finanziamento, accompagnandoli con la stipula di *swap* a condizioni già in partenza penalizzanti, solo parzialmente compensate dall'ottenimento di un *up front* abbastanza modesto.

Tale situazione ha innescato una spirale dannosa, in quanto una volta accumulate rilevanti perdite a causa soprattutto degli andamenti sfavorevoli dei tassi di interesse, molte Amministrazioni si sono trovate di fronte all'impossibilità di uscire dal rapporto contrattuale, se non previa corresponsione di cospicue penali.

A fronte di questa realtà del fenomeno, che dal 2001 in poi ha fatto registrare una crescita esponenziale degli interessi in gioco, il legislatore è intervenuto più volte per fissare le regole minime da osservare ai fini del contenimento e della trasparenza dell'accesso al mercato dei capitali da parte delle Regioni e degli Enti locali.

Il Vice Ministro dell'Economia e delle Finanze - On. Vegas ha già illustrato alla Commissione le tappe progressive di formazione della disciplina di

settore, a partire dall'art. 41 della legge finanziaria per il 2002 e dal regolamento emanato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze con Decreto n. 389 del 1° dicembre 2003, per arrivare alle modifiche apportate dalle leggi finanziarie per il 2007 ed il 2008, ed all'attualità contraddistinta dall'importantissima emanazione dell'art. 62 del Decreto legge n. 112 del 25 giugno 2008 e dell'art. 3 della legge finanziaria per il 2009.

Come detto all'inizio, la Guardia di Finanza è stata chiamata ad intervenire nel settore mediante specifiche attività investigative, nella doppia veste istituzionale di:

- polizia giudiziaria specializzata per l'accertamento di reati finanziari, in collaborazione con le Procure della Repubblica competenti per territorio;
- polizia erariale per il controllo della spesa pubblica, in collaborazione con le Procure Regionali della Corte dei Conti.

Sotto il primo aspetto, ricorderò soltanto che l'art. 2 del decreto legislativo n. 68 del 19 marzo 2001 attribuisce al Corpo compiti di prevenzione, ricerca e repressione delle violazioni in materia di mercati finanziari e mobiliari, movimenti di capitali, valute, titoli, valori e mezzi di pagamento nazionali ed esteri.

In concreto, i Reparti esercitano queste attività di tutela del mercato dei capitali attenendosi alle linee guida delle politiche di prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario per scopi illeciti fissate dal Ministro dell'Economia e delle Finanze con la direttiva annuale per l'azione amministrativa e la gestione.

Allo stesso modo - passo qui al secondo aspetto - il menzionato art. 2 del Decreto Legislativo n. 68 sancisce il ruolo primario della Guardia di Finanza come polizia economica e finanziaria a tutela del bilancio dello Stato, delle Regioni, degli Enti locali e dell'Unione Europea, tanto dal lato

delle entrate quanto delle uscite e degli impieghi di risorse e mezzi finanziari pubblici.

Proprio su questa missione istituzionale s'incardina l'attività di collaborazione con la Corte dei Conti, massimo organo di controllo sugli atti e sulla gestione finanziaria della Pubblica Amministrazione, che esercita specifiche funzioni giurisdizionali in materia di responsabilità amministrativa patrimoniale degli impiegati dello Stato e degli Enti locali.

Infatti, ai sensi dell'art. 1 della legge n. 20 del 1994, i funzionari e gli impiegati, gli amministratori ed i dipendenti della Pubblica Amministrazione sono tenuti a rispondere dei danni causati da loro comportamenti illeciti, da azioni o omissioni commesse con dolo o colpa grave in violazione dei doveri di diligenza, di prudenza e di sana gestione.

Nell'esercizio di tali attribuzioni, la Corte dei Conti può disporre l'esecuzione a mezzo della Guardia di Finanza di ispezioni ed accertamenti diretti presso le pubbliche amministrazioni ed i terzi contraenti o beneficiari di risorse erariali, per effetto dell'art. 16 del Decreto legge n. 152 del 13 maggio 1991.

2. Esperienze operative

Passando ora alla parte centrale della nostra relazione, desidero sottoporre all'attenzione della Commissione i tratti salienti delle irregolarità e delle frodi emerse dalle indagini dei Reparti concernenti i derivati acquistati dai Comuni di Milano e Cassino, dalle Poste Italiane e dalla Banca Popolare di Lodi.

- a. Il Nucleo di polizia tributaria di Milano nell'ottobre 2007 è stato delegato dalla Procura della Repubblica a quella sede a svolgere mirati accertamenti tesi alla ricostruzione delle operazioni finanziarie poste in essere nel 2005 dal Comune di Milano con quattro istituti di credito esteri di rilevanza primaria, individuati quali "consulenti" (cosiddetti "arranger") per l'emissione di un prestito obbligazionario di 1,6 miliardi

di euro, con l'intenzione di ristrutturare il debito comunale, in luogo della rinegoziazione di mutui precedentemente contratti.

Più in concreto, l'operazione era stata organizzata mediante uno *swap* d'ammortamento al tasso variabile del tipo "*collar*", che prevedeva:

- la ristrutturazione del debito attraverso un prestito obbligazionario a 30 anni e la restituzione del capitale in un'unica soluzione alla scadenza del prestito (c.d. *bullet*);
- la sottoscrizione di una serie di contratti correlati, con i quali l'Ente locale si impegnavano a versare alle banche, con cadenza annuale, quote di capitale per l'ammortamento del prestito, in modo da costituire una sorta di fondo di accumulo che le banche avrebbero versato ai sottoscrittori delle obbligazioni alla scadenza dei 30 anni;
- una cedola annuale d'interessi con un tasso fisso del 4,019% riconosciuta ai sottoscrittori del bond;
- la conclusione di un derivato di copertura del tipo *interest rate swap collar* in base al quale ciascuna delle quattro banche avrebbe versato al Comune un tasso fisso del 4,019 % su un nominale sottostante di circa 400 milioni di euro, mentre l'Ente avrebbe concesso agli istituti di credito un importo variabile indicizzato al tasso Euribor a 12 mesi, contenuto in una fascia di oscillazione compresa tra un minimo del 3,48% (*floor*) ed un massimo del 6,19% (*cap*).

L'esame di questa operazione finanziaria, che in assoluto rappresentava nel 2005 la più grande operazione da parte di un Comune europeo sul mercato internazionale dei capitali, ha consentito di accertare due circostanze di rilievo ai fini penali.

La prima è che l'emissione del prestito obbligazionario è stata realizzata in assenza del requisito di convenienza economica previsto dall'art. 41, comma 2, della legge n. 488/2001, che prescriveva il

vincolo insormontabile della condizione secondo cui il valore finanziario delle nuove passività che il Comune andava a contrarre con le quattro banche internazionali doveva essere inferiore a quello delle passività dei mutui preesistenti che si andavano ad estinguere.

Ciò nella realtà non è avvenuto, malgrado il fatto che gli *arranger* abbiano falsamente certificato al Comune che, secondo i loro calcoli, l'operazione avrebbe comportato una riduzione di passività sul bilancio locale di oltre 57 milioni di euro.

Questa attestazione si è rivelata, però, errata e dolosamente fuorviante, in quanto due componenti di costo dello *swap* di ammortamento *in fieri* non sono state conteggiate né fatte risultare nella documentazione ufficiale. Si tratta, da un lato, di un costo di 96 milioni di euro che il Comune avrebbe dovuto affrontare da lì a settembre del 2005 per chiudere un altro contratto in derivati stipulato con una banca italiana nel 2002 a copertura dei rischi di interesse su un mutuo contratto con la Cassa Depositi e Prestiti: i quattro *arranger* hanno incluso il mutuo in questione nel monte delle passività pregresse da ristrutturare, ma hanno omesso dolosamente di considerare la necessità di chiudere lo *swap* ad esso collegato, che in quel momento aveva un valore di mercato *mark to market* negativo per il Comune di Milano pari a 96 milioni di euro.

Dall'altro lato, gli *arranger* hanno dolosamente tralasciato di considerare il costo implicito di 52 milioni di euro, che lo *swap* ha in realtà provocato a carico del Comune, a causa dello squilibrio iniziale delle posizioni dei contraenti che ha fatto maturare profitti illeciti di pari importo, non giustificabili, in capo alle banche controparti.

Infatti, al momento della stipula degli *swap*, le parti devono essere in posizione di parità finanziaria, così che il valore di mercato dello *swap*

sia uguale a zero, secondo la costante prassi internazionale che vige su questi mercati.

Pertanto, all'atto della stipula di uno *swap*, attualizzando il valore delle posizioni dei contraenti ai tassi correnti di mercato, il risultato dovrebbe essere sempre pari a zero, così versandosi in una situazione di equilibrio finanziario.

Invece, nel caso in cui l'attualizzazione rivelasse una differenza di peso tra le parti, non dichiarata e quindi non compensata con il versamento di una somma *up front* che riconduca a parità le condizioni, così che la posizione di una parte avesse un valore di mercato maggiore dell'altra, ci troveremmo in presenza di un "costo implicito" aggiuntivo, ossia di un profitto non dovuto e non giustificabile acquisito da una parte "forte" a danno dell'altra "debole".

L'acquisizione di tale profitto si verifica immediatamente all'atto della stipula del contratto, è indipendente dal futuro andamento del mercato e dev'essere iscritta nel conto economico dell'intermediario contraente.

Nella fattispecie esaminata, invece, i quattro *arranger* hanno lucrato profitti per 52 milioni senza corrispondere al Comune di Milano nessun *up front* di compensazione.

Pertanto, la convenienza economica certificata inizialmente con un saldo positivo di 57 milioni di euro, guardando più a fondo nella dinamica dell'operazione, si è rivelata insussistente a causa della esistenza di nuove passività finanziarie a carico del Comune per 148 milioni di euro, che avrebbero comportato l'impossibilità di effettuare la ristrutturazione del debito pregresso a causa della violazione dell'art. 41, secondo comma, della legge n. 448/2001.

La seconda circostanza di rilievo penale riguarda la violazione di specifici obblighi informativi da parte delle banche. Per espressa volontà degli istituti di credito, infatti, i contratti stipulati sono stati

regolati dalla legge inglese, che prevede una classificazione del cliente per “tipologia” e permette al contraente più “debole” di beneficiare di maggiori protezioni informative. Nello specifico, invece, l’Ente territoriale è stato considerato dalle banche come cliente professionale, sebbene ciò non sia stato volutamente comunicato al Comune come previsto dalla regolamentazione inglese, determinando, così, una riduzione fraudolenta delle tutele informative.

Allo stato, la Procura della Repubblica di Milano, a seguito degli accertamenti del Nucleo di Polizia Tributaria e delle relazioni circostanziate dei consulenti tecnici acquisite agli atti, ha aperto un procedimento penale nei confronti di 16 persone indagate per truffa aggravata, mentre i quattro istituti di credito sono stati chiamati in causa per responsabilità amministrativa delle persone giuridiche dipendente da reato. In tale quadro, nell’aprile scorso è stato eseguito nei loro confronti un decreto di sequestro preventivo di beni e disponibilità finanziarie per 476 milioni di euro.

- b. Il Nucleo di polizia tributaria di Roma ha ricevuto nel gennaio 2005 dalla Procura Regionale della Corte dei Conti per il Lazio una delega per accertamenti nei confronti dei responsabili dell’area “finanza” delle Poste Italiane S.p.a., in merito all’utilizzo improprio nella gestione del portafoglio aziendale di ben 540 contratti di derivati ad alto rischio, acquisiti per finalità speculative estranee all’oggetto sociale.

Sostanzialmente, è emerso che tra il 1999 ed il 2004 i Direttori finanziari della società avevano stipulato con banche estere centinaia di *swap* che non potevano considerarsi per strategia, caratteristiche tecniche, numerosità e valore nozionale transato come operazioni di copertura dei rischi (derivati cd. di *hedging*), ma erano piuttosto da intendersi quali attività connotate da intenti puramente speculativi (derivati cd. di

trading), come tali estranee alle finalità sociali e caratterizzate da un elevato rischio aziendale.

Tant'è vero che tre esperti della materia avevano concordato, in tempi diversi ed autonomamente l'uno dall'altro, un giudizio univoco circa la natura speculativa degli investimenti in questione, che esorbitavano del tutto dalle deleghe decisionali conferite dal Consiglio di amministrazione della società, relative sempre all'utilizzo di strumenti derivati "*con finalità di copertura per rischio tassi*".

Al termine delle indagini, è stato ricostruito un danno erariale valutabile in circa 80 milioni di euro, per cui la Procura Regionale della Corte dei Conti ha proceduto all'istruttoria dell'azione di responsabilità patrimoniale conseguente.

- c. Il Nucleo di polizia tributaria di Frosinone è stato incaricato nell'ottobre del 2008 dalla citata Procura della Corte dei Conti per il Lazio di sviluppare un'ispezione ed accertamenti diretti in merito ad un *interest rate swap non par* sottoscritto nel 2003 dal Comune di Cassino con una banca londinese per una durata di 7 anni. Scopo dell'operazione era di acquisire un vantaggio economico sfruttando la differenza tra un tasso d'interesse variabile e quello fisso previsto per il mutuo che il Comune aveva in corso con la Cassa Depositi e Prestiti per un importo di 22 milioni di euro.

Il contratto era così strutturato:

- l'Ente si impegnava a corrispondere interessi al tasso variabile LIBOR della *British Bankers Association*, calcolati sul capitale nozionale di 22 milioni di euro;
- l'istituto di credito estero versava in contropartita un interesse al tasso fisso del 4,7%, pari a quello che l'Ente locale doveva corrispondere per i mutui contratti con la Cassa Depositi e Prestiti.

In questo caso, fin dall'inizio era apprezzabile l'altissimo rischio connesso alla sottoscrizione del derivato, in quanto all'epoca dei fatti il livello del tasso variabile LIBOR - BBA aveva raggiunto il valore più basso mai registrato in precedenza. L'evidente sfavore delle condizioni contrattuali veniva solo in parte compensato con un *up front* di circa 200 mila euro versato al Comune di Cassino all'atto della sottoscrizione, importo diventato irrilevante quando l'Ente ha dovuto sostenere dalla terza liquidazione semestrale in poi un esborso finanziario di circa 2 milioni di euro a causa del brusco e prevedibile rialzo del LIBOR.

A conclusione delle indagini, sono stati riscontrati aspetti di criticità oggettivi a causa:

- dell'assenza della delibera del consiglio comunale di autorizzazione alla stipula dell'operazione finanziaria;
- dell'assenza del requisito di convenienza economica, tenuto conto dell'elevata probabilità che il tasso LIBOR non potesse che avere un *trend* in aumento, dopo aver raggiunto nel 2003 il minimo storico.

In ragione di ciò, nove amministratori locali e dirigenti comunali sono stati segnalati alla Corte dei Conti per un danno erariale di 4,3 milioni di euro.

- d. Nell'ambito del procedimento penale istruito dalla Procura della Repubblica di Milano per il tentativo di scalata alla Banca Antonveneta da parte della Banca Popolare di Lodi, il Nucleo di polizia tributaria di Milano ed il Nucleo Speciale di Polizia Valutaria hanno ricostruito complesse operazioni finanziarie, che avevano lo scopo di consentire all'istituto lodigiano di rispettare formalmente i coefficienti patrimoniali richiesti per ottenere l'autorizzazione della Banca d'Italia all'acquisizione dell'altro istituto di credito.

Tale obiettivo doveva essere raggiunto in seguito alla conclusione di due diverse operazioni aventi ad oggetto quote di partecipazione minoritarie in alcune società non quotate, affiancate dalla stipula di una opzione *put* e di un *credit default swap*.

Al riguardo, rammento che:

- il *credit default swap* è un derivato che consente ai creditori di coprire i rischi d'insolvenza dei propri debitori per le sottostanti attività finanziarie; in sostanza, il soggetto che intende acquisire la copertura del rischio d'insolvenza di un proprio cliente paga un premio al venditore di protezione (*protection seller*), che a sua volta si impegna ad accollarsi il pagamento finale in caso d'inadempienza del debitore principale cui fa capo l'obbligazione originaria;
- le opzioni, invece, sono contratti derivati che conferiscono, a fronte del pagamento di un premio, il diritto di acquistare (opzioni *call*) o cedere (opzioni *put*) alla controparte, ad una determinata scadenza, un'attività finanziaria o reale sottostante ad un prezzo prefissato.

Nel caso della Banca Popolare di Lodi, è emerso che:

- con la prima operazione, la banca lodigiana aveva venduto partecipazioni di minoranza in società non quotate ad un istituto di credito estero. A latere della cessione, era stata stipulata un'opzione *put*, con la quale la banca estera si riservava il diritto di vendere alla Banca Popolare di Lodi, ad una determinata scadenza, le stesse partecipazioni. L'effetto combinato della cessione iniziale e del derivato collegato era, pertanto, quello di consentire alla banca italiana di ottenere un temporaneo incremento patrimoniale;
- mediante la seconda operazione, la banca lodigiana aveva ottenuto finanziamenti da istituti di credito esteri garantiti da partecipazioni minoritarie. Contestualmente, la stessa Popolare aveva stipulato con le controparti estere contratti di *credit default swap*, per effetto dei

quali, qualora le partecipazioni si fossero svalutate oltre un certo limite, si sarebbe accollata il rischio legato a tale deprezzamento.

Sia la prima che la seconda operazione in derivati sono state dolosamente non comunicate dalla Popolare di Lodi alla Banca d'Italia, proprio al fine di far apparire nuovi introiti da vendite e da finanziamenti nel proprio bilancio ufficiale, così da migliorare i coefficienti di solidità patrimoniale richiesti per l'autorizzazione al lancio dell'offerta pubblica di acquisto dell'Antonveneta.

- e. Da ultimo, mi preme accennare ad un'indagine sviluppata dal Nucleo pt di L'Aquila relativamente a tre cartolarizzazioni di crediti vantati da case di cura ed operatori sanitari nei confronti della Regione Abruzzo, maturati nel periodo dal 1995 al 2005.

Dalle indagini delegate dalla Procura Regionale della Corte dei Conti per l'Abruzzo è emerso che la Giunta Regionale, relativamente agli anni 2001 - 2003, aveva riconosciuto e liquidato, oltre a crediti legittimamente vantati dalle case di cura private, debitamente fatturati e contabilizzati, per forniture di servizi sanitari alle Aziende Unità Sanitarie Locali (crediti cosiddetti "*performing*"), anche crediti non esigibili, pretesi dalle medesime cliniche ospedaliere mediante procedimenti contenziosi in corso o potenziali, relativi a prestazioni eccedenti i tetti di spesa annualmente fissati con atti negoziali (crediti cosiddetti "*non performing*").

In effetti, la Giunta Regionale ha riconosciuto a favore delle strutture private convenzionate non solo i crediti certi, liquidi ed esigibili per intero, ma anche il 65% di quelli "*non performing*", ancora da stabilirsi, poggiando tale decisione sulla base di mere autocertificazioni prodotte dai medesimi creditori, in modo unilaterale.

Per superare obiezioni e perplessità interne, la Giunta ha anche approvato una delibera contenente l'ordine formale ai Direttori Generali

delle AA.SS.LL. di accettare come valide le autocertificazioni predisposte dalle case di cura private, pena la risoluzione del contratto dirigenziale. Con tale provvedimento, in sostanza, l'esecutivo regionale ha imposto ai Direttori Generali di riconoscere e, quindi, certificare tutti i crediti che sarebbero confluiti nell'operazione di cartolarizzazione, compresi quelli oggetto di contenzioso pendente o potenziale.

All'esito degli accertamenti, il danno erariale causato dall'indebito riconoscimento di tali obbligazioni è stato quantificato in 99 milioni di euro, a carico degli amministratori e dirigenti abruzzesi segnalati alla magistratura contabile per l'azione di responsabilità amministrativa.

3. Prospettive di riforma legislativa

Accingendomi a concludere l'audizione, desidero rivolgere lo sguardo al futuro e sottoporre alla Commissione una riflessione in chiave positiva.

Intendo dire che, fermo restando l'impegno a fare piena luce sulle vicende tuttora oggetto d'indagine a cura dei Reparti del Corpo, la prospettiva aperta dal legislatore con gli interventi più recenti di riordino della normativa di settore lascia intravedere un notevole rafforzamento delle regole di correttezza, di trasparenza e di tutela dell'affidamento degli amministratori pubblici, che vanno nella giusta direzione per superare le lacune del passato.

Cinque punti meritano a tal fine di essere sottolineati, perché rendono chiaro che vicende simili a quelle di Milano e Cassino difficilmente potranno ripetersi in futuro.

Infatti, il legislatore ha ora previsto che:

- è vietato agli Enti territoriali emettere prestiti obbligazionari con rimborso unico alla scadenza (i cosiddetti *bullet*), per cui essi non possono più rinviare nel lungo termine il peso dei debiti che contraggono sul mercato, ma li debbono affrontare via via con idonei piani di ammortamento interni;

- la stipula di nuovi contratti relativi a strumenti finanziari derivati è bloccata fino a quando il Ministro dell'Economia e delle Finanze fisserà con apposito regolamento le tipologie di operazioni ammesse, i criteri e le condizioni per la loro conclusione, e comunque per almeno un anno dall'entrata in vigore del decreto legge n. 112/2008;
- a pena di nullità, gli amministratori devono indicare nei contratti, con la massima trasparenza, le clausole sulle condizioni finanziarie dei derivati e devono attestare per iscritto, sotto la loro responsabilità, di conoscere e comprendere bene le caratteristiche ed i rischi degli impegni assunti;
- i premi *up - front* incassati al momento della stipula di operazioni derivate devono essere contabilizzati in bilancio come nuovi debiti, come una sorta di finanziamento, non più come sopravvenienza disponibile;
- gli intermediari dei contratti derivati sono ora obbligati dalla direttiva MIFID ad acquisire le informazioni sui clienti ed a valutare adeguatamente le loro conoscenze, esperienze e capacità di comprendere i rischi delle operazioni che intendono stipulare; pertanto, non basta più la mera autocertificazione rilasciata dal cliente in modo più o meno superficiale, per esonerare la banca da responsabilità per scarsa diligenza, correttezza e trasparenza di comportamenti.

A completamento di questo processo di riforma legislativa sarà importante il regolamento - base del Ministro dell'Economia e delle Finanze che sostituirà il decreto n. 389 del 2003.

Ad ogni modo, sembra chiaro che la strada è ormai segnata, per cui alla *deregulation* ed alla opacità degli strumenti "esotici" di finanza internazionale subentrerà una fase di maggiore certezza e trasparenza dei mercati, indispensabile per la ripresa della crescita e dello sviluppo del sistema.

4. Conclusioni

Concludo questa mia audizione, sperando che gli elementi forniti siano utili per i lavori della Commissione.

Da parte sua, la Guardia di Finanza anche in questa occasione vuole confermare il proprio impegno a tutela della legalità e del rispetto delle regole dei mercati finanziari.



COMANDO GENERALE DELLA GUARDIA DI FINANZA

III Reparto Operazioni

OGGETTO: Attività investigative della Guardia di Finanza in materia di investimenti in strumenti finanziari derivati da parte della Pubblica Amministrazione.

| Nr. d'ordine | Reparto operante | Autorità delegante | Enti Pubblici interessati | Valore nozionale derivati (mln di euro) | stato indagine | |
|--------------|--------------------|--------------------------------|---|---|----------------|----------|
| | | | | | conclusa | in corso |
| 1 | Nucleo PT Milano | Procura Repubblica di Milano | Comune di Milano | 1.600 | | X |
| 2 | Nucleo PT Torino | Procura Repubblica di Torino | Regione Piemonte e Comune di Torino | in corso di accertamento | | X |
| 3 | Nucleo PT Verona | Procura Repubblica di Verona | Comune di Verona | 469 | | X |
| 4 | Nucleo PT Firenze | Procura Repubblica di Firenze | Regione Toscana Comuni di: - Firenze - Campi Bisenzio - Impruneta - Palazzuolo sul Senio - Fiorenzuola - S. Casciano Val di Pesa - Tavarnelle Val di Pesa - Scandicci - Fiesole - Marradi - Pontassieve | 1.700 | | X |
| 5 | Nucleo PT Napoli | Procura Repubblica di Napoli | Comune di Napoli | 2.117 | | X |
| 6 | Nucleo PT Messina | Procura Repubblica di Messina | Comuni di: - Messina - Taormina - Giardini Naxos | 421 | | X |
| 7 | Nucleo PT Brindisi | Procura Repubblica di Brindisi | Provincia di Brindisi | 22,5 | | X |

| Nr. d'ordine | Reparto operante | Autorità delegante | Enti Pubblici interessati | Valore nozionale derivati (mln di euro) | stato indagine | |
|--------------|---------------------|--|--|---|----------------|----------|
| | | | | | conclusa | in corso |
| 8 | Nucleo PT Ragusa | Procure Repubblica di Ragusa e di Modica | Comuni di: - Chiaramonte Gulfi - Santa Croce Camerina - Giarratana - Monterosso Almo - Comiso - Modica - Pozzallo - Ispica | 80 | | X |
| 9 | Nucleo PT Torino | Procura Regionale Corte dei Conti Piemonte | Regione Piemonte e Comune di Torino | 2.000 | | X |
| 10 | Nucleo PT Pescara | Procura Regionale Corte dei Conti Abruzzo | Comune di Pescara | in corso di accertamento | | X |
| 11 | Nucleo PT Terni | Procura Regionale Corte dei Conti Umbria | Comuni di: - Terni - Orvieto - Narni - Stroncone - Guardia - Alviano - Polino - Lugnano in Teverina - Avigliano Umbro - Baschi | 462 | | X |
| 12 | Nucleo PT Lecce | Procura Regionale Corte dei Conti Puglia | Comune di Lecce | 92 | | X |
| 13 | Nucleo PT Venezia | Procura Regionale Corte dei Conti Veneto | Comune di Fonzaso | 3 | | X |
| 14 | Nucleo PT Venezia | Procura Regionale Corte dei Conti Veneto | Comune di Cittadella | 44,5 | X | |
| 15 | Nucleo PT Frosinone | Procura Regionale Corte dei Conti Lazio | Comune di Cassino | 22,5 | | X |
| 16 | Nucleo PT Roma | Procura Regionale Corte dei Conti Lazio | Poste Italiane S.p.A. | 77 | X | |
| | | | | Tot. 9.110,5 | | |

***Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione
degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni
nelle pubbliche amministrazioni***

Audizione del Capo del Servizio Studi
di Struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia
Daniele Franco

| | |
|--|----|
| 1. Introduzione e sintesi | 5 |
| 2. Il mercato degli strumenti finanziari derivati | 6 |
| 2.1 <i>Gli strumenti finanziari derivati</i> | 6 |
| 2.2 <i>Le finalità e i rischi del ricorso a strumenti derivati</i> | 8 |
| 2.3 <i>Le dimensioni del mercato degli strumenti finanziari derivati</i> | 10 |
| 3. Il ruolo della Banca d'Italia: compiti della Vigilanza | 13 |
| 4. La normativa che disciplina il ricorso al mercato dei capitali da parte delle Amministrazioni locali | 16 |
| 4.1 <i>I limiti all'indebitamento</i> | 16 |
| 4.2 <i>La normativa sull'utilizzo di strumenti finanziari derivati</i> | 18 |
| 5. La dinamica del debito delle Amministrazioni locali | 22 |
| 6. Le operazioni di cartolarizzazione delle Amministrazioni locali | 24 |
| 7. L'operatività in strumenti finanziari derivati delle Amministrazioni locali | 26 |
| 7.1 <i>Le operazioni con intermediari operanti in Italia</i> | 26 |
| 7.2 <i>L'operatività in derivati connessa con i prestiti bullet</i> | 29 |
| 8. Aspetti problematici nell'utilizzo di strumenti derivati da parte delle Amministrazioni locali | 32 |
| 9. Alcune valutazioni | 33 |
| Appendice - Derivati e Amministrazioni locali: l'esperienza di altri paesi | 38 |
| Tavole e figure | 41 |

1. Introduzione e sintesi

L'utilizzo di strumenti finanziari derivati e il ricorso a operazioni di cartolarizzazione da parte di Regioni, Province e Comuni vanno inquadrati nell'ambito delle politiche di indebitamento e della gestione del debito delle Amministrazioni locali.

Il Titolo V della Costituzione stabilisce che le Amministrazioni locali possano indebitarsi solo a fronte di spese di investimento. La legge 5 maggio 2009, n. 42, di Delega al Governo in materia di federalismo fiscale, in attuazione dell'articolo 119 della Costituzione, prevede il concorso di tutte le Amministrazioni pubbliche al conseguimento degli obiettivi di finanza pubblica nazionale. Ciò richiede che le politiche di indebitamento delle Amministrazioni locali siano improntate a principi di rigore e trasparenza.

La gestione del debito deve essere finalizzata a ridurre gli oneri per la collettività tenuto conto dei rischi connessi con le operazioni effettuate. Gli strumenti finanziari derivati, ove correttamente utilizzati, possono contribuire a ridurre i rischi connessi con le operazioni di indebitamento degli enti e rendere più stabile il profilo degli oneri attesi.

Per evitare comportamenti opportunistici nell'utilizzo degli strumenti finanziari derivati, volti per esempio a posticipare alcuni oneri a esercizi futuri, occorre una regolamentazione che, nel rispetto dell'autonomia degli enti, definisca principi e vincoli efficaci, in particolare riguardo alla tipologia delle operazioni consentite; occorre anche un attento monitoraggio che disincentivi i comportamenti elusivi. In sostanza, si tratta di completare la regolamentazione introdotta nel corso degli ultimi anni.

Il ricorso a strumenti finanziari derivati comporta impegni per le finanze degli enti per periodi di tempo relativamente lunghi. Esso deve trovare adeguata rappresentazione contabile. Bilanci pubblici più trasparenti possono favorire una maggiore responsabilità degli enti e un più attento controllo delle loro politiche di indebitamento.

* * * * *

La Sezione 2 e 3 di questa nota esaminano in generale il mercato degli strumenti finanziari derivati e il ruolo della Vigilanza della Banca d'Italia sull'utilizzo degli strumenti finanziari derivati. Le parti che seguono si concentrano sulle Amministrazioni locali. In particolare, la Sezione 4 esamina l'evoluzione della normativa concernente il ricorso al mercato dei capitali da parte delle Amministrazioni locali. La Sezione 5 delinea l'evoluzione del debito delle Amministrazioni locali. La Sezione 6 considera brevemente le operazioni di cartolarizzazione effettuate da Amministrazioni locali. La Sezione 7 esamina l'operatività delle Amministrazioni locali in strumenti finanziari derivati. La Sezione 8 mette in luce alcuni aspetti problematici di tale operatività. La Sezione 9 conclude con alcune riflessioni sui possibili sviluppi futuri della regolamentazione riguardante il ricorso delle Amministrazioni locali a strumenti finanziari derivati. L'Appendice considera sinteticamente le esperienze del Regno Unito e della Germania.

2. Il mercato degli strumenti finanziari derivati¹

2.1 Gli strumenti finanziari derivati – Gli strumenti finanziari derivati sono contratti il cui valore è determinato dall'andamento di altre variabili (quotazioni azionarie, tassi di interesse e di cambio, prezzi di merci, variabili climatiche, merito di credito di uno o più soggetti, ecc.). Il termine “derivato” sta dunque a indicare la derivazione del valore dello strumento da un'attività o da un'altra variabile sottostante.

I principali strumenti finanziari derivati sono: (i) i contratti a termine (futures e forward), (ii) gli swap (interest rate, currency, credit default), (iii) le opzioni.

I futures e i contratti di opzione con caratteristiche standard sono negoziati sui mercati regolamentati. Gli swap, i contratti forward e le opzioni non standard sono scambiati in mercati non regolamentati, denominati *over the counter* (OTC).

Le tipologie dei contratti derivati sono molto differenziate. Si sono diffusi schemi complessi, frutto di tecniche di ingegneria finanziaria, che possono essere

¹ Cfr. l'audizione informale del Direttore Generale della Banca d'Italia presso la 6^a Commissione permanente (Finanze) della Camera dei Deputati del 6 novembre 2007 su *Le problematiche relative agli strumenti finanziari derivati*.

sostanzialmente rappresentati come combinazioni di più derivati di base (i cosiddetti *plain vanilla*); in questi casi i contratti sono denominati solitamente come “esotici”.

Uno strumento ampiamente diffuso, anche presso le Amministrazioni pubbliche, è l’interest rate swap (IRS). Nella sua formulazione più semplice, tale contratto prevede lo scambio tra le parti, per un periodo di tempo determinato, di flussi di interessi calcolati su un importo monetario di riferimento (il cosiddetto “valore nozionale”). In particolare, questi contratti prevedono che una parte paghi all’altra un flusso di interessi calcolato sulla base di un tasso fisso e riceva in cambio un flusso di interessi calcolato sulla base di un tasso variabile, solitamente agganciato all’andamento dei tassi sui mercati monetari o finanziari². I contratti possono prevedere clausole aggiuntive volte a modificare il tasso pagato da una delle controparti al verificarsi di talune condizioni. Ad esempio, alcuni contratti prevedono che il tasso variabile sia limitato all’interno di un determinato corridoio (*collar*), definito da un valore massimo (*cap*) e da un valore minimo (*floor*). La combinazione di interest rate swap con componenti opzionali complica la valutazione del contratto in termini sia di copertura dei rischi sia di convenienza.

I contratti possono anche prevedere che una controparte corrisponda all’altra un premio (*upfront*) al momento della stipula del contratto³. Ciò si riflette in un valore di mercato, calcolato sulla base dei tassi di interesse vigenti, che per una delle controparti è negativo immediatamente dopo la stipula.

Tra gli strumenti introdotti più recentemente vi sono i derivati su crediti. Questi contratti consentono di trasferire il rischio di insolvenza relativo ad una determinata attività finanziaria da un soggetto ad un altro. La tipologia contrattuale maggiormente diffusa è rappresentata dai credit default swap (CDS), strumenti che danno all’acquirente il diritto a ricevere dal venditore il valore nominale di un titolo emesso da una determinata società, qualora quest’ultima risulti insolvente. Poiché i CDS sono scambiati unicamente su mercati non regolamentati, le caratteristiche dei singoli contratti possono variare sulla base di accordi bilaterali tra i contraenti. Come

² Il regolamento dei flussi di interesse dovuti tra le controparti avviene in via differenziale.

³ I contratti che presentano alla stipula un valore di mercato nullo per le due controparti sono detti contratti *par*, quelli che prevedano valori di mercato positivi o negativi sono detti *non par*.

si dirà in seguito, alcune tipologie di contratti derivati (gli swap di ammortamento) sottoscritti da Amministrazioni locali sono a volte associate a CDS.

2.2 Le finalità e i rischi del ricorso a strumenti derivati – L'utilizzo degli strumenti finanziari derivati mira a due finalità principali: di copertura dei rischi e speculativa. Sotto il primo profilo si sfrutta la possibilità di assumere, per effetto della sottoscrizione del contratto, una posizione di segno opposto rispetto a quella da cui origina il rischio che si intende coprire⁴. L'utilizzo con finalità speculative invece riflette essenzialmente una scommessa sull'andamento della variabile sottostante. Nel caso di contratti caratterizzati da strutture finanziarie particolarmente complesse è difficile valutare se la finalità è di pura copertura, poiché non è agevole individuare una relazione stabile tra l'evoluzione del valore del contratto finanziario oggetto di copertura e quella del valore del derivato.

Da tempo è maturato un ampio consenso sulla utilità dei derivati per il buon funzionamento dei mercati finanziari e, conseguentemente, sulla loro ammissibilità giuridica. Considerata l'elevata rischiosità che i medesimi comportano sia per gli intermediari che per la clientela, l'operatività in tali strumenti è oggetto di una regolamentazione specifica ed è soggetta a controlli.

L'operatività in derivati, oltre all'assunzione di rischi di mercato connessi con l'andamento delle variabili sottostanti, comporta ulteriori rischi: rischi di controparte dovuti all'eventuale inadempienza contrattuale, rischi legali riconducibili a carenze nella documentazione contrattuale e a violazione di norme regolamentari, rischi operativi conseguenti a frodi, errori umani e inadeguatezze delle procedure.

I rischi connessi con i derivati possono risultare particolarmente elevati quando questi prevedono che l'entità delle prestazioni a carico dei contraenti venga

⁴ Un esempio può chiarire in che modo gli strumenti derivati possano essere utilizzati per la copertura dei rischi connessi con la variazione dei tassi di interesse. Ipotizziamo che un soggetto abbia un debito di valore 100 su cui paga un tasso di interesse variabile pari a quello di mercato. Il soggetto risulta quindi esposto al rischio che gli interessi pagati per il servizio del debito varino nel tempo al modificarsi delle condizioni di mercato. Al fine di coprire tale rischio, egli può sottoscrivere un contratto swap con un valore nozionale pari al valore del debito (100). In base a tale contratto egli si impegna a pagare periodicamente una somma costante (ottenuta applicando al valore nozionale il tasso fisso stabilito dal contratto), mentre la controparte si impegna a pagare una somma variabile (ottenuta applicando al valore nozionale il tasso di mercato). In questo modo il soggetto potrà effettuare pagamenti costanti, che non dipendono dall'evoluzione futura dei tassi di mercato, e utilizzare i pagamenti della controparte per far fronte al servizio del debito.

amplificata al verificarsi di alcuni eventi⁵. In questi casi, il caratteristico effetto leva degli strumenti derivati, che in generale non richiedono uno scambio iniziale dei nozionali, viene ad essere esacerbato, sino a rendere il valore nozionale del contratto un indicatore inaffidabile del relativo rischio.

La valutazione da parte delle controparti degli strumenti più innovativi, tra cui i derivati sul rischio di credito e alcune forme di contratti con caratteristiche ibride, spesso adattate alle esigenze di singoli operatori, è un'operazione complessa. Ciò è vero soprattutto per gli strumenti scambiati sui mercati non regolamentati. In questi casi può risultare difficile per le controparti comprendere appieno i rischi connessi con le singole operazioni, nonché il valore stesso delle posizioni assunte. È su questi segmenti del mercato che l'attenzione delle autorità di controllo deve soffermarsi maggiormente.

Come è stato sottolineato dal Governatore della Banca d'Italia nell'audizione dello scorso ottobre presso questa Commissione⁶: “L'esperienza della crisi ha confermato che i prodotti derivati, in generale gli strumenti innovativi per il trasferimento del rischio, sono armi a doppio taglio. Se usati in modo accorto e prudente permettono agli operatori di coprire e diversificare il rischio e possono contribuire a ridurre la fragilità del sistema; se adoperati senza adeguata considerazione dei rischi consentono una moltiplicazione senza controllo della leva finanziaria. Al tempo stesso la proliferazione di strumenti complessi ha reso la distribuzione del rischio più opaca per il mercato, per i regolatori, per gli stessi operatori”.

Nella stessa occasione il Governatore ha indicato alcune linee di intervento volte a contenere gli effetti indesiderati di tali strumenti. In particolare: “La trasparenza richiede una drastica semplificazione e standardizzazione dei contratti; strumenti non standard sono, per natura, difficili da valutare. Deve essere contenuto con appropriate regole il grado di leva finanziaria. Per assicurare corretti incentivi, almeno nel caso dei derivati di credito una parte del rischio deve restare, in modo

⁵ Si pensi, ad esempio, a un contratto di swap in cui una parte paga un tasso fisso e l'altra un tasso variabile, pari ad esempio al tasso di mercato. Il contratto può prevedere che se il tasso di mercato supera un valore predeterminato i flussi di pagamento variabili si commisurino al tasso di mercato moltiplicato per un coefficiente superiore ad uno.

⁶ Cfr. l'audizione del Governatore della Banca d'Italia presso la 6^a Commissione Finanze e tesoro del Senato del 21 ottobre 2008 nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana*.

esplicito, a carico dell'*originator*⁷. Infine, quando gli strumenti vengono offerti al pubblico, deve essere rafforzata la protezione del contraente debole.”

2.3 Le dimensioni del mercato degli strumenti finanziari derivati – La maggior parte dei contratti derivati viene conclusa al di fuori dei mercati regolamentati, direttamente tra gli operatori interessati allo scambio. Secondo i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI)⁸, lo scambio di titoli derivati al di fuori dei mercati regolamentati si è ampliato costantemente fino alla prima metà del 2008, per poi calare nei mesi successivi con l'inasprirsi della crisi finanziaria.

Un indicatore di massima del volume dell'attività in derivati è rappresentato dal valore nozionale di tali contratti, ossia il valore di riferimento per il calcolo dei flussi di pagamento. Alla fine del 2008 le principali banche del G10 segnalavano un nozionale di circa 425.000 miliardi di euro (pari a circa dieci volte il PIL mondiale), con un aumento del 124 per cento rispetto alla fine del 2004 (tav. 1). Lo sviluppo di questi strumenti è stato favorito dalla rapida diffusione di nuove tipologie di contratti.

La quota relativa ai derivati che hanno come variabile di riferimento un tasso d'interesse è pari a circa il 70 per cento del totale dei contratti derivati scambiati su mercati non regolamentati segnalati dalle principali banche del G10; tra questi ultimi più dei tre quarti è costituito da interest rate swap.

Un'approssimazione del rischio assunto dagli operatori è data dal valore di mercato, che rappresenta la perdita (valore negativo) o il guadagno (valore positivo) potenziale che si determinerebbe per l'intermediario se il contratto venisse chiuso al momento della rilevazione. Secondo la medesima rilevazione della BRI, alla fine del 2008 il valore lordo di mercato, pari alla somma in valore assoluto delle componenti positive e negative, era pari a circa 24.000 miliardi di euro (6.900 nel 2004).

⁷ L'*originator* è, ad esempio, la banca o un altro intermediario che ha assunto il rischio di credito al momento della concessione del finanziamento.

⁸ Cfr. *Semiannual Over-The-Counter (OTC) Derivatives Markets Statistics*, Bank for International Settlements, Basilea. L'indagine prevede la rilevazione semestrale di statistiche sui derivati OTC su base consolidata presso un campione di banche e intermediari finanziari con sede nei paesi del G-10.

Alla crescita negli anni precedenti la crisi finanziaria hanno contribuito soprattutto i contratti stipulati tra istituzioni finanziarie. Più contenuta è stata l'espansione dei contratti che hanno come controparte un'istituzione non finanziaria (ossia famiglie, imprese e Amministrazioni pubbliche).

Anche in Italia le banche hanno accresciuto negli ultimi anni la propria operatività in derivati, sebbene a un ritmo inferiore a quello registrato nei mercati internazionali. Esse hanno fatto prevalentemente ricorso agli strumenti derivati per finalità di gestione dei rischi e diversificazione delle fonti di ricavo connesse con l'attività di negoziazione. La compravendita di strumenti derivati con la clientela rappresenta un'attività che completa l'offerta dei servizi bancari e finanziari più tradizionali.

Tra la fine del 2004 e la fine di marzo del 2009 il volume nozionale del complesso dei contratti derivati sottoscritti da banche operanti in Italia⁹ è aumentato del 43 per cento, passando da 6.400 a 9.200 miliardi di euro (tav. 2). La gran parte dei contratti derivati ha come parametro di riferimento una variabile dei mercati finanziari - tassi d'interesse, tassi di cambio e altri indicatori finanziari - mentre risulta limitata l'operatività in derivati di credito.

Alla fine dello scorso mese di marzo il valore lordo di mercato dei contratti stipulati dalle banche operanti in Italia (pari alla somma, in valore assoluto, dei valori di mercato positivi e di quelli negativi) ammontava a 374 miliardi di euro (209 miliardi nel 2004; tav. 3). La quota dei contratti con controparti residenti finanziarie (banche, società finanziarie e assicurazioni) era pari a circa il 30 per cento, quella con controparti residenti non finanziarie (imprese, famiglie e Amministrazioni pubbliche) ammontava a il 3,4 per cento, mentre il resto era riconducibile a non residenti.

La componente relativa alle controparti residenti non finanziarie (pari a 12,6 miliardi) riguardava per 8,3 miliardi le imprese, per 3 miliardi le Amministrazioni pubbliche e per 1,3 miliardi le famiglie. Il valore lordo di mercato dei contratti stipulati dalle banche italiane con Amministrazioni pubbliche faceva capo per circa il

⁹ Per banche operanti in Italia si intendono le banche autorizzate in Italia e le filiali italiane di banche estere. I dati riportati considerano anche l'operatività infragruppo delle banche; va tenuto conto che quest'ultima operatività, ovviamente, non rileva ai fini dell'analisi delle operazioni effettuate con Amministrazioni locali.

60 per cento ad Amministrazioni centrali e per la restante parte ad Amministrazioni locali.

Tra la fine del 2004 e la fine di marzo 2009, il saldo tra le posizioni con valore di mercato positivo e quelle con valore negativo è passato da 8,5 a -0,6 miliardi¹⁰. Nello stesso periodo il saldo nei confronti dei non residenti è passato da 3,1 a -8,2 miliardi, quello relativo alle controparti residenti da 5,3 a 7,6 miliardi. Nell'ambito di quest'ultima componente, il saldo riguardante le controparti residenti non finanziarie è passato da 4,3 a 8,4 miliardi; la sola componente riguardante le Amministrazioni pubbliche è passata da 0,3 a 2,7 miliardi.

I derivati assumono valori di mercato negativi o positivi in relazione all'andamento delle variabili finanziarie di riferimento nel periodo successivo alla stipula del contratto¹¹; ad esempio, nel caso di un interest rate swap, la riduzione dei tassi di mercato tende a ridurre il valore della posizione per il soggetto che si è impegnato a pagare un tasso fisso predeterminato e, simmetricamente, ad aumentarlo per la controparte.

In alcune circostanze i derivati presentano valori di mercato negativi o positivi già all'avvio della transazione, riflettendo la presenza di commissioni implicite, talvolta piuttosto onerose, che possono rendere le condizioni contrattuali non allineate con quelle prevalenti sul mercato. Inoltre, come già rilevato, un valore di mercato negativo o positivo può anche riflettere la presenza di premi corrisposti da una controparte all'altra al momento della stipula del contratto (*upfront*). In genere gli *upfront* sono di modesta dimensione e hanno la funzione di garantire che il contratto, al momento della stipula, sia finanziariamente equo. Come si dirà più avanti, le forme contrattuali che prevedono un pagamento iniziale da parte dell'intermediario sono particolarmente rilevanti per le Amministrazioni pubbliche, per le quali possono rappresentare una fonte di finanziamento.

¹⁰ Nel corso del periodo osservato il saldo è sceso pressoché costantemente fino agli ultimi mesi dello scorso anno, per poi registrare una marcata crescita nei mesi successivi. Queste variazioni sono in parte riconducibili all'andamento del livello e della variabilità degli indicatori finanziari di riferimento, tra cui, in particolare, i tassi di interesse a breve termine.

3. Il ruolo della Banca d'Italia: compiti della Vigilanza¹²

Il quadro normativo della vigilanza sugli intermediari bancari e finanziari fa perno sul Testo unico bancario del 1993 e sul Testo unico della finanza (TUF) del 1998 che prevedono compiti di vigilanza attribuiti alla Banca d'Italia, per i profili di stabilità degli intermediari, e alla Consob, per ciò che concerne la tutela degli investitori.

Sotto il primo profilo, obiettivo prioritario è assicurare che gli intermediari siano in grado di gestire e controllare tutti i rischi connessi con le attività svolte.

Le banche, quando concludono contratti derivati in contropartita diretta con i clienti, incorrono in rischi non solo finanziari, come quelli di controparte e di mercato, ma anche legali e reputazionali. Questi ultimi discendono dalla percezione negativa che la clientela può avere sulla correttezza dell'operato della banca, anche a prescindere dalla censurabilità delle singole condotte sul piano strettamente giuridico.

Per far fronte ai rischi la normativa emanata dalla Banca d'Italia impone alle banche di rispettare un articolato e stringente sistema di regole volto ad assicurare la qualità degli assetti organizzativi e di governo da un lato, e l'adeguatezza patrimoniale dall'altro.

Sin dagli anni novanta le banche devono disporre di un sistema di controllo interno idoneo a coprire ogni ambito di attività, ispirato a criteri di separatezza tra funzioni di controllo e operative, in grado di identificare e monitorare adeguatamente tutti i rischi. L'originario impianto è stato nel tempo rafforzato per fronteggiare i crescenti rischi connessi con la diversificazione dell'operatività con la clientela e l'impiego di tecniche di trasferimento dei rischi, quali cartolarizzazioni e derivati.

Nel 2007 la Banca d'Italia ha reso obbligatoria l'istituzione di una funzione aziendale volta a verificare la conformità dei comportamenti aziendali con la normativa (la cosiddetta *compliance*). In più punti le disposizioni di vigilanza richiedono alle banche di adottare particolari cautele in fase di ingresso in nuovi

¹¹ Al momento della stipula, un contratto equo dal punto di vista finanziario dovrebbe avere un valore di mercato nullo.

¹² Cfr. l'audizione informale del Direttore Generale della Banca d'Italia del 6 novembre 2007.

mercati o nell'offerta di nuovi prodotti. Parallelamente è cresciuta l'attenzione sui presidi di governo societario nel presupposto che un'adeguata gestione della banca richiede una forte responsabilizzazione dei vertici e un adeguato assetto degli organi aziendali.

A questo quadro la normativa di Basilea 2 aggiunge regole specifiche sulle modalità di misurazione e controllo delle singole tipologie di rischio, nonché sulla quantità e sulla qualità delle risorse patrimoniali idonee a farvi fronte. Nell'ambito del cosiddetto "secondo pilastro", gli intermediari sono tenuti a valutare l'adeguatezza patrimoniale a fronte di tutti i rischi e l'Autorità di vigilanza ad asseverare la bontà di tale processo. Le disposizioni vietano agli intermediari di negoziare strumenti derivati nel caso in cui non siano in grado di misurare e di gestire i rischi ad essi associati.

Al concomitante obiettivo della tutela dell'investitore che si avvale dei servizi di investimento si indirizzano le regole di trasparenza e di condotta degli intermediari, disciplinate dal Testo unico della finanza e dalla regolamentazione attuativa della Consob, competente, in via esclusiva, anche per le relative attività di controllo. Tali regole sono divenute particolarmente articolate e incisive con le norme di recepimento della direttiva MiFID¹³.

Anche i profili organizzativi e le procedure relative alla prestazione dei servizi di investimento sono stati rafforzati con l'emanazione, nel mese di ottobre del 2007, del regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob; su questi ambiti, a fronte di una competenza regolamentare congiunta, il TUF ha ribadito la ripartizione delle competenze di controllo delle due autorità secondo il criterio della finalità prevalente. Un protocollo d'intesa definisce modalità di coordinamento e cooperazione per l'efficace svolgimento dei compiti di vigilanza e per il contenimento degli oneri sui soggetti vigilati.

La disciplina attuativa della MiFID gradua gli obblighi di trasparenza, conoscenza del cliente e valutazione dell'idoneità del servizio reso in funzione della tipologia di clientela (*retail*, professionale e controparti qualificate). In concreto, la tutela

¹³ Cfr. l'audizione del Direttore Generale della Consob presso la 6^a Commissione Finanze e tesoro del Senato del 18 marzo 2009 nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*.

apprestata nei confronti degli Enti locali dipenderà anche dal regolamento che dovrà essere emanato dal Ministro dell'Economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, per l'individuazione dei clienti professionali pubblici¹⁴.

Nell'ambito dell'azione di supervisione sugli intermediari italiani, la Banca d'Italia si è occupata a più riprese dei rischi indotti dalla negoziazione di strumenti derivati con le Amministrazioni pubbliche. Nel 2002 e nel 2004 gli intermediari sono stati richiamati al puntuale rispetto della normativa in materia di strumenti derivati con Enti locali.

Gli interventi sono stati guidati dalla consapevolezza della necessità che le banche adottino prassi adeguate a contenere i rischi legali e reputazionali, che si aggiungono alle tipiche alee finanziarie indotte dalla trattazione dei derivati.

L'azione si è concentrata sugli intermediari più attivi nel comparto, a più tornate sollecitati ad adottare modalità di commercializzazione dei prodotti derivati ispirate ad un pieno rispetto delle disposizioni di vigilanza e delle norme di settore. Laddove le attività di controllo a distanza o di analisi in loco hanno fatto emergere deficienze nel livello di presidio di questi aspetti, sono state richieste le opportune azioni correttive e di rafforzamento dei controlli.

Gli stessi temi sono stati ripresi anche nell'ambito di un'indagine sull'impiego dei derivati nel sistema finanziario italiano, che la Banca d'Italia ha intrapreso nel secondo semestre del 2007 in coincidenza con l'avvio della crisi finanziaria.

In quella occasione, a latere di una richiesta di approfondimento rivolta a tutti gli intermediari per verificare l'adeguatezza dei sistemi di controllo interno, i maggiori gruppi sono stati sottoposti ad accertamenti ispettivi mirati, che hanno riguardato anche l'operatività con le Amministrazioni pubbliche.

In particolare, è stata sottoposta a verifica la presenza e l'affidabilità delle strutture e delle procedure necessarie per valutare correttamente i fabbisogni della clientela e l'effettiva capacità di questa di comprendere i rischi associati ai derivati. Particolare

¹⁴ Art. 6 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), come modificato dal decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164 di attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID), che ha introdotto il comma 2-sexies.

attenzione è stata prestata anche alle modalità di gestione delle controversie con la clientela in materia di operazioni in derivati.

Gli elementi di criticità emersi per alcuni intermediari¹⁵ sono stati rappresentati ai relativi organi di vertice, richiedendo la pronta adozione dei necessari interventi correttivi. I riferimenti relativi alle condotte rilevate sono stati trasmessi alla Consob per i profili di competenza, unitamente alle contro-deduzioni aziendali. In taluni casi si è ritenuto di fornire una informativa alle competenti Procure della Repubblica su aspetti di irregolarità riscontrati negli accertamenti ispettivi.

4. La normativa che disciplina il ricorso al mercato dei capitali da parte delle Amministrazioni locali

4.1 I limiti all'indebitamento – L'articolo 119, sesto comma, della Costituzione (come modificato dalla legge costituzionale 18 ottobre 2001, n. 3) stabilisce che i Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni possono indebitarsi solo per finanziare spese di investimento ed esclude al contempo ogni garanzia (ex ante) da parte dello Stato¹⁶.

La legge finanziaria per l'anno 2004 ha definito cosa deve intendersi per indebitamento¹⁷. Attualmente sono incluse una pluralità di forme tecniche, tra le quali i mutui, le aperture di credito, i prestiti obbligazionari e alcune particolari tipologie di operazioni di cartolarizzazione. Da ultimo il legislatore ha stabilito che anche l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate (*upfront*) rappresenti una forma di indebitamento.

L'ordinamento prevede, oltre al vincolo costituzionale di destinazione, anche limiti quantitativi all'indebitamento, differenziati per le Regioni e per gli Enti locali.

¹⁵ Sottovalutazione dei rischi legali e reputazionali, verifica solo formale del rispetto della normativa in materia di derivati delle Amministrazioni locali e sproporzione dei rischi tra le parti del contratto.

¹⁶ L'art. 30, comma 15, della legge 27 dicembre 2002, n. 289, prevede che "Qualora gli enti territoriali ricorrano all'indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento, in violazione dell'articolo 119 della Costituzione, i relativi atti e contratti sono nulli. Le sezioni giurisdizionali regionali della Corte dei conti possono irrogare agli amministratori, che hanno assunto la relativa delibera, la condanna ad una sanzione pecuniaria pari ad un minimo di cinque e fino ad un massimo di venti volte l'indennità di carica percepita al momento di commissione della violazione".

¹⁷ Art. 3, comma 17, della legge 24 dicembre 2003, n. 350, e successive modificazioni.

Riguardo alle Regioni a statuto ordinario, il vincolo è commisurato all'importo complessivo delle annualità di ammortamento per capitale e interesse dei mutui e delle altre forme di indebitamento, che non può superare il 25 per cento del totale delle entrate tributarie non vincolate della Regione¹⁸.

Per i Comuni e le Province, invece, il limite è commisurato alla sola spesa per interessi, che attualmente non può superare il 15 per cento delle entrate correnti relative ai primi tre titoli (entrate tributarie, entrate derivanti dai trasferimenti correnti da parte degli enti pubblici ed entrate extra-tributarie) del rendiconto del penultimo anno precedente quello in cui viene prevista l'accensione del debito¹⁹. Negli anni novanta, in un contesto di accrescimento dell'autonomia tributaria degli enti decentrati e di tassi di interesse in flessione, tali vincoli sono divenuti via via meno stringenti.

Fino alla metà degli anni novanta le Amministrazioni locali italiane si erano indebitate quasi esclusivamente con la Cassa Depositi e Prestiti (CDP). Il debito degli enti verso la Cassa era spesso solo formalmente a loro carico, poiché i fondi per assolvere il servizio del debito provenivano, di norma, dai trasferimenti dello Stato. La CDP ha per lungo tempo operato in un regime di sostanziale monopolio: gli enti decentrati potevano rivolgersi ad altre istituzioni finanziarie solo se la Cassa manifestava la propria indisponibilità a erogare i fondi richiesti.

Questa situazione è mutata nella seconda metà degli anni novanta, con l'avvio del processo di decentramento. Nel 1994 il legislatore ha attribuito agli Enti locali la possibilità di ricorrere alle emissioni obbligazionarie al fine di finanziare i propri investimenti²⁰. Fino al 1996, anno di emanazione del decreto attuativo (Decreto Ministeriale 420 del 1996), non vi sono state emissioni. Le Regioni, che sin dalla loro istituzione nel 1970 avrebbero potuto raccogliere capitali sul mercato, hanno sfruttato questa possibilità solo dalla seconda metà degli anni novanta.

¹⁸ Art. 10, comma 2, della legge 16 maggio 1970, n. 281 e successive modificazioni. I limiti all'indebitamento delle Regioni a statuto speciale e delle Province autonome sono stabiliti dalle rispettive leggi di contabilità, che delineano quasi sempre vincoli meno stringenti di quelli in vigore per le Regioni a statuto ordinario.

¹⁹ Il limite è stato più volte modificato negli ultimi anni. Inizialmente esso era pari al 25 per cento, poi è stato ridotto al 12 per cento dalla legge finanziaria per il 2005 e, infine, portato al 15 per cento dalla legge finanziaria per il 2007.

²⁰ Art. 35 della legge 23 dicembre 1994, n. 724.

Negli anni successivi la diffusione di nuovi strumenti di debito è stata rapida. Vi ha influito, tra l'altro, il riferimento ai tassi di mercato e al costo della raccolta nella fissazione dei tassi di interesse applicati dalla CDP ai mutui verso gli enti decentrati²¹.

Negli anni successivi sono state introdotte norme volte a regolare alcuni specifici aspetti del ricorso all'indebitamento da parte degli enti decentrati. La legge finanziaria per il 2002²² ha attribuito al Ministero dell'Economia e delle finanze un ruolo di coordinamento all'accesso al mercato dei capitali e ha introdotto nuove norme per il monitoraggio delle operazioni finanziarie poste in essere dagli Enti locali. Inoltre, al fine di facilitare l'accesso degli enti territoriali al mercato obbligazionario, ha consentito loro l'emissione di prestiti che prevedono il rimborso in un'unica soluzione alla scadenza (cosiddetti *bullet*). Quest'ultima possibilità è venuta meno in seguito all'emanazione della legge 133 del 2008.

4.2 La normativa sull'utilizzo di strumenti finanziari derivati – Fino all'inizio del decennio in corso l'impiego di prodotti derivati da parte delle Amministrazioni locali è avvenuto in un contesto normativo privo di una disciplina specifica. Le uniche norme in materia di contratti derivati erano contenute nel DM 420 del 1996, che imponeva alle Amministrazioni locali emittenti prestiti obbligazionari due divieti: quello di emettere titoli obbligazionari che incorporassero opzioni²³ e quello di modificare la struttura del titolo nel corso della sua vita attraverso strumenti derivati. Inoltre, il decreto prevedeva che, in caso di emissioni obbligazionarie in valuta estera, l'ente dovesse stipulare un currency swap con intermediari di provata affidabilità ed esperienza al fine di dare certezza ai pagamenti futuri, sia relativi agli interessi sia relativi al rimborso del capitale.

Per evitare l'assunzione di rischi eccessivi e l'utilizzo improprio di tali strumenti, dal 2001 il legislatore è intervenuto più volte, rivedendo e integrando a più riprese la

²¹ Inoltre, con l'emissione di prestiti obbligazionari le Amministrazioni locali trattengono una quota, modificata più volte nel corso del tempo, della ritenuta d'imposta sugli interessi pagati ai sottoscrittori.

²² Art. 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448.

²³ Con l'eccezione della possibilità di emettere buoni convertibili in azioni di società controllate dagli Enti locali, ovvero buoni con warrant che danno il diritto di sottoscrivere azioni di società controllate dagli Enti stessi (art. 35, comma 5, della legge 724 del 1994).

normativa in essere, anche al fine di porre rimedio ai problemi osservati in sede di attuazione pratica (tav. 4)²⁴.

La legge finanziaria per il 2002 e il decreto attuativo del dicembre del 2003 (DM 389)²⁵ hanno stabilito il quadro di riferimento per l'impiego di strumenti finanziari derivati. Esso è rimasto sostanzialmente immutato fino all'estate dello scorso anno quando, con la manovra triennale di finanza pubblica, il Governo ha vietato a Regioni ed Enti locali la stipula di nuovi contratti derivati fino al riordino complessivo della regolamentazione e comunque per un anno²⁶. Qui di seguito vengono illustrati i principi fondamentali della normativa applicata fino allo scorso anno e le principali novità introdotte con la manovra triennale.

Il DM 389 del 2003. – Il decreto e la successiva circolare esplicativa²⁷ stabilivano che le Amministrazioni locali potessero sottoscrivere contratti derivati solo a fronte di passività effettivamente dovute e che tali contratti fossero del tipo *plain vanilla*, ossia nella forma più semplice presente sui mercati. Gli enti potevano acquistare i seguenti contratti: 1) swap di valuta a copertura dei flussi di capitale e dei flussi di interesse; 2) swap di tasso di interesse; 3) swap per l'ammortamento del debito; 4) forward rate agreement; acquisto di *cap/collar* di tasso di interesse; 5) combinazioni delle operazioni precedenti²⁸.

Oltre alle operazioni consentite, il decreto prevedeva due casi in cui era obbligatorio ricorrere alla conclusione di contratti derivati. Il primo riguardava le operazioni di indebitamento in valute diverse dall'euro, a fronte delle quali era ribadita l'obbligatorietà della copertura contro il rischio di cambio attraverso uno swap di tasso di cambio; l'altro caso era riferito ai prestiti (mutui ed emissioni

²⁴ Cfr. l'audizione del Sottosegretario al Ministero dell'Economia e delle finanze presso la 6^a Commissione Finanze e tesoro del Senato del 25 febbraio 2009 nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*.

²⁵ Decreto ministeriale 1 dicembre 2003, n. 389.

²⁶ Art. 62, comma 3, del decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni nella legge 6 agosto 2008, n. 133, così come modificato e integrato dall'art. 3, comma 1, della legge 22 dicembre 2008, n. 203.

²⁷ Circolare del Ministero dell'Economia e delle finanze del 27 maggio 2004.

²⁸ Cfr. l'audizione del Direttore Centrale Area Corporate dell'ABI presso la 6^a Commissione Finanze e tesoro del Senato del 1° aprile 2009 nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*.

obbligazionarie) con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza, per i quali era obbligatoria, ove non fosse stato costituito un apposito fondo di ammortamento, la conclusione di uno swap d'ammortamento. L'obbligo di concludere questo contratto derivato o di costituire un fondo di ammortamento mirava ad evitare che l'ammortamento del prestito gravasse unicamente sul bilancio dell'anno di scadenza delle obbligazioni²⁹.

Per minimizzare i rischi (di mercato, di controparte e di concentrazione) connessi con l'impiego di tali strumenti, i contratti sottoscritti dalle Amministrazioni locali dovevano essere indicizzati a parametri monetari di uno dei sette maggiori paesi industrializzati (G7), dovevano essere conclusi con intermediari finanziari contraddistinti da un adeguato merito di credito³⁰ e, nel caso in cui il valore nozionale fosse superiore a 100 milioni di euro, non potevano determinare un'esposizione verso una singola controparte superiore al 25 per cento del totale.

Il decreto ammetteva, inoltre, altre operazioni in derivati finalizzate alla ristrutturazione del debito, a condizione che rispettassero tre condizioni fondamentali: 1) che non posticipassero la scadenza del debito originario; 2) che non comportassero un *upfront*, ossia la somma di denaro regolata al momento della conclusione del contratto, superiore all'1 per cento del nozionale; 3) che non prevedessero un profilo crescente nel tempo dei valori attuali dei pagamenti da parte dell'ente.

La legge 296 del 2006. – La legge finanziaria per il 2007³¹ ha previsto l'obbligo di comunicazione preventiva al Dipartimento del Tesoro delle operazioni in strumenti

²⁹ Il decreto prevede inoltre che le somme accantonate nel fondo di ammortamento possano essere investite solamente in titoli del debito pubblico o in obbligazioni emesse da società a partecipazione pubblica di Stati appartenenti all'Unione Europea. Tale norma presenta alcuni aspetti critici. In primo luogo, esiste un problema di merito di credito, che appare ampiamente differenziato tra gli Stati e le società a partecipazione pubblica dell'Unione Europea. In secondo luogo, non è previsto alcun limite di concentrazione per categoria di emittenti o per singoli emittenti. Infine, si esclude la possibilità di investire in titoli di emittenti tradizionalmente caratterizzati da un rischio creditizio molto basso (ad esempio la Banca Mondiale o la BEI).

³⁰ Secondo la circolare del 27 maggio 2004 per "parametro monetario" doveva intendersi un tasso di interesse a breve termine, mentre per "adeguato merito creditizio" si faceva riferimento a un *rating investment grade* (non inferiore a BBB/Baa/BBB secondo le scale, rispettivamente, di Standard&Poor's/Moody's/FitchRatings, considerando sempre il *rating* più basso nel caso di rating multipli).

³¹ Art. 1, comma 737, della legge 27 dicembre 2006, n. 296, che ha aggiunto i commi 2-bis e 2-ter all'art. 41 della legge 488 del 2001.

finanziari derivati. La comunicazione, che costituisce condizione legale di efficacia dei contratti³², consente al Ministero di valutare la conformità delle operazioni a quanto previsto dalla legge e, in caso di contratti non conformi al quadro legislativo, di informarne la Corte dei Conti per i provvedimenti di competenza. La medesima legge ha inoltre disposto che le operazioni in derivati siano finalizzate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato.

La legge 244 del 2007. – Con la legge finanziaria per il 2008³³, il legislatore ha introdotto per le operazioni in derivati stipulate dalle Amministrazioni locali obblighi di trasparenza e pubblicità attraverso la rendicontazione in bilancio. Le informazioni necessarie ad adempiere ai suddetti obblighi avrebbero dovuto essere individuate con un decreto del Ministero dell'Economia e delle finanze, da emanare sentite la Banca d'Italia e la Consob.

La legge 133 del 2008. – La manovra triennale dello scorso anno ha previsto: 1) la sospensione dell'operatività in derivati in attesa di un provvedimento di riordino della materia; 2) il divieto al ricorso, da parte delle Amministrazioni locali, a operazioni di indebitamento (mutui ed emissioni obbligazionarie) con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza³⁴; 3) in linea con le indicazioni dell'Eurostat, l'inclusione dell'*upfront* tra le operazioni di indebitamento.

Nell'ambito del riordino della materia, che dovrà avvenire con uno o più regolamenti del Ministero dell'Economia e delle finanze, dovranno essere tra l'altro disciplinati:

- 1) la tipologia dei contratti relativi a strumenti finanziari derivati e alle componenti

³² Il DM 389 del 2003 prevedeva solamente la comunicazione successiva al Ministero dell'Economia e delle finanze, che doveva avvenire in una delle quattro comunicazioni trimestrali sull'indebitamento. In base all'art. 1, comma 1, del decreto, infatti, gli enti "...comunicano entro il giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre di ogni anno al Ministero dell'Economia e delle finanze, Dipartimento del Tesoro, Direzione II, 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, alle operazioni derivate concluse e ai titoli obbligazionari emessi nonché alle operazioni di cartolarizzazione concluse". Peraltro, secondo quanto stabilito in sede di Conferenza unificata, in caso di mancata, non veritiera o incompleta comunicazione da parte degli enti, non era prevista alcuna sanzione.

³³ Art. 1, commi 381-384, della legge 24 dicembre 2007, n. 244. Per un'analisi dell'applicazione della norma relativamente alla pubblicità nei bilanci di previsione per il 2008, cfr. l'audizione della Corte dei Conti presso la 6ª Commissione Finanze e tesoro del Senato del 18 febbraio 2009 nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*.

³⁴ È stabilito, inoltre, che la durata di una singola operazione di indebitamento debba essere compresa tra i cinque e i trenta anni.

derivate, implicite o esplicite, ammesse³⁵; 2) le informazioni che dovranno essere riportate nei contratti (trasparenza); 3) le informazioni che, per ognuno dei contratti sottoscritti, gli enti dovranno fornire nel bilancio di previsione e nel rendiconto (pubblicità degli atti).

La legge 203 del 2008. – Gli ambiti di intervento della normativa di riordino sono stati sostanzialmente ribaditi dalla legge finanziaria per il 2009, che ha inoltre previsto la possibilità di ristrutturare i contratti derivati in essere a seguito di una modifica delle passività sottostanti.

I provvedimenti attuativi sono attualmente in corso di definizione. A tale riguardo la Banca d'Italia collabora con il Ministero dell'Economia e delle finanze e con la Consob. L'entrata in vigore del nuovo regolamento produrrà l'automatica abrogazione degli articoli del DM 389 del 2003 che disciplinavano l'impiego dei derivati da parte delle Amministrazioni locali.

5. La dinamica del debito delle Amministrazioni locali

Un elevato debito pubblico ha caratterizzato gran parte della storia economica italiana (fig. 1). La componente relativa alle Amministrazioni locali è stata tuttavia in genere modesta; ha assunto dimensioni non trascurabili tra la metà degli anni sessanta e la fine degli anni settanta; negli anni ottanta è tornata ad avere dimensioni relativamente contenute. Nell'ultimo decennio il peso relativo del debito delle Amministrazioni locali è cresciuto gradualmente, anche in connessione con il processo di decentramento e con la possibilità concessa a queste ultime di utilizzare altri strumenti di finanziamento oltre ai mutui erogati dalla CDP.

Alla fine dello scorso dicembre il debito delle Amministrazioni locali era pari a 106,7 miliardi, il 6,4 per cento del debito pubblico italiano³⁶. Esso era pari al 6,8 per

³⁵ Il DM 389 del 2003 faceva riferimento solo ai contratti in strumenti finanziari derivati, senza disciplinare le componenti derivate, implicite o esplicite, eventualmente presenti in contratti di finanziamento stipulati dagli enti.

³⁶ Il debito delle Amministrazioni locali è calcolato dalla Banca d'Italia in coerenza con i criteri metodologici definiti nel Trattato sull'Unione europea, dal Regolamento del Consiglio della UE 3605 del 1993 e dalle successive integrazioni. I prestiti erogati alle Amministrazioni locali i cui oneri di rimborso sono posti direttamente a carico del bilancio dello Stato figurano tra le passività

cento del PIL, a fronte di un'incidenza per il complesso delle Amministrazioni pubbliche pari al 105,7 per cento (fig. 2 e tav. 5).

L'incidenza sul PIL del debito delle Amministrazioni locali è aumentata significativamente nei primi anni del decennio in corso, anche per l'emersione dei prestiti della CDP per effetto della riclassificazione della società nel settore privato avvenuta nel 2003³⁷. Nell'ultimo biennio si è invece registrata una flessione di 0,7 punti percentuali del PIL. Il calo riflette la chiusura anticipata di alcune operazioni di cartolarizzazione di passività nel settore sanitario, finanziata attraverso la concessione di anticipazioni da parte dello Stato, e gli effetti contabili della riclassificazione della società Equitalia nel settore delle Amministrazioni locali³⁸.

Rispetto alla fine degli anni novanta il debito delle Amministrazioni locali è cresciuto in tutte le aree del Paese; tuttavia il suo livello e la sua dinamica sono stati differenziati sul territorio (figg. 3 e 4 e tavv. 6 e 7). Alla fine del 2008, in rapporto al PIL dei rispettivi territori, i valori massimi e minimi del debito sono stati registrati rispettivamente in Valle d'Aosta (14,1 per cento) e in Trentino Alto Adige (3,4 per cento). In termini pro capite il valore massimo è stato rilevato in Valle d'Aosta (4.754 euro), quello minimo in Puglia (1.044 euro).

Per quanto riguarda la ripartizione per strumento, va rilevato che il marcato aumento della categoria dei prestiti registrato nel 2003 è dovuto all'emersione di quelli della CDP (fig. 5). La componente dei titoli, di importo trascurabile fino al 1998, rappresenta nel 2008 oltre un quarto del debito delle Amministrazioni locali (1,9 per cento del PIL). Quasi i due terzi dei titoli sono emessi all'estero, aspetto questo che si differenzia dalla politica di emissione del Ministero dell'Economia e delle finanze, che tende a collocare i titoli soprattutto all'interno del paese.

del settore statale. Il Supplemento al Bollettino Statistico *Debito delle Amministrazioni locali*, pubblicato dalla Banca d'Italia, fornisce ogni anno un quadro approfondito delle statistiche sull'evoluzione del debito.

³⁷ Cfr. Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 42, 2004.

³⁸ Nel marzo del 2008, a seguito di un parere dell'Eurostat, le società del gruppo Equitalia, incaricate dell'esercizio dell'attività di riscossione dei tributi, sono state ricomprese tra le unità istituzionali appartenenti al settore delle Amministrazioni pubbliche. Tale riclassificazione ha determinato un aumento del debito pubblico per la quasi totalità attribuito alle Amministrazioni locali, data la struttura su base sostanzialmente regionale dell'operatività del gruppo. Cfr. Banca d'Italia, Supplemento Bollettino Statistico, *Indicatori monetari e finanziari*, Finanza pubblica, del 14 ottobre 2008.

Sulla base delle regole di bilancio adottate in ambito europeo, il debito pubblico non include gli strumenti finanziari derivati e le passività connesse con forniture di beni e servizi (ossia i debiti commerciali). Il debito, valutato al valore nominale, comprende unicamente gli strumenti classificati nelle categorie depositi, titoli di debito e prestiti. Nella primavera del 2008 l'Eurostat ha chiarito che fra i prestiti devono essere inclusi gli anticipi (o *upfront*) ricevuti dalle Amministrazioni pubbliche al momento della stipula di un contratto derivato. Sulla base delle informazioni fornite dal Ministero dell'Economia e delle finanze con riferimento al settore delle Amministrazioni centrali, la Banca d'Italia, dall'autunno del 2008, ha provveduto ad aggiornare le statistiche del debito pubblico per tenere conto delle linee guida dell'Eurostat³⁹.

Con riferimento agli *upfront* ricevuti dalle Amministrazioni locali, la Banca d'Italia sta in questi mesi effettuando una indagine presso le principali banche italiane, che in una prima fase ha riguardato il quadriennio 2005-08. Sulla base delle informazioni ricevute da tre dei primi quattro gruppi bancari italiani per operatività in derivati con le Amministrazioni locali, nel quadriennio in esame gli *upfront* versati dagli intermediari agli enti sarebbero pari a circa 41 milioni, di cui quasi 36 milioni versati nel 2005. Negli ultimi anni l'entità degli *upfront* sarebbe stata pertanto molto modesta. Il fenomeno ha riguardato in particolare i Comuni, che hanno incassato nel quadriennio *upfront* per circa 38 milioni (tav. 8).

6. Le operazioni di cartolarizzazione delle Amministrazioni locali

Le operazioni di cartolarizzazione rappresentano un fenomeno importante, sebbene ormai sostanzialmente concluso, che si iscrive nell'ambito delle problematiche relative alle politiche di indebitamento delle Amministrazioni locali.

Generalmente con un'operazione di cartolarizzazione un soggetto (*originator*) cede attivi patrimoniali (reali o finanziari, presenti o futuri) a una società (veicolo) che ne finanzia l'acquisto emettendo titoli (legge 130 del 1999).

³⁹ Le modifiche hanno comportato un incremento del debito pari a 1,3, 1,1 e 1,0 miliardi rispettivamente nel 2005, 2006 e 2007. Cfr. Banca d'Italia, Supplemento Bollettino Statistico, *Indicatori monetari e finanziari*, Finanza pubblica, del 14 ottobre 2008.

Da un punto di vista formale le operazioni di cartolarizzazione di attivi patrimoniali costituiscono per l'*originator* una vendita; tuttavia, in alcuni casi, esse possono celare operazioni di indebitamento. Nel giugno del 2002 l'Eurostat⁴⁰ ha chiarito i criteri di contabilizzazione delle cartolarizzazioni realizzate dalle Amministrazioni pubbliche ai fini del calcolo dell'indebitamento netto e del debito. Affinché l'operazione possa essere contabilizzata come cessione di attività e non come nuovo indebitamento 1) le attività cedute devono essere presenti nel bilancio dell'ente pubblico prima che l'operazione sia posta in essere e 2) i rischi associati al possesso dell'attività ceduta devono essere trasferiti all'acquirente⁴¹. Nel 2007 l'Eurostat ha introdotto criteri più restrittivi⁴².

Tuttavia le operazioni che hanno coinvolto le Amministrazioni locali hanno riguardato principalmente la cartolarizzazione di crediti commerciali vantati da soggetti privati nei confronti di enti del settore sanitario. Esse sono state condotte a partire dal 2004, in connessione con la difficoltà di alcuni enti a fare fronte al pagamento dei debiti verso i fornitori.

Le cartolarizzazioni effettuate nel comparto della sanità hanno avuto alcune caratteristiche comuni. Le giunte regionali hanno promosso la conclusione di accordi transattivi fra i fornitori di servizi sanitari (o le loro organizzazioni di categoria) da una parte e le ASL e le Aziende ospedaliere dall'altra. L'ammontare di crediti oggetto di transazione è stato determinato in base a procedure di certificazione concordate tra le parti. I creditori coinvolti hanno rinunciato ad eventuali azioni giudiziarie per il recupero dei crediti. I crediti certificati sono stati ceduti dai fornitori a intermediari finanziari e quindi cartolarizzati. Le Regioni si sono impegnate (in

⁴⁰ Cfr. European Commission, *ESA95 Manual on Government Deficit and Debt. Securitization Operations Undertaken by General Government*, Lussemburgo. Va rilevato che per le Amministrazioni locali, le quali possono indebitarsi come già detto sopra solo per finanziare investimenti, la nozione di debito rilevante giuridicamente, introdotta con la legge finanziaria per il 2004, ha recepito nell'ambito dell'ordinamento italiano le regole statistiche europee.

⁴¹ Ai fini dell'applicazione operativa del secondo criterio, si è stabilito convenzionalmente che vi sia sufficiente trasferimento del rischio se: a) l'acquirente beneficia di maggiori guadagni nel caso di risultati migliori di quelli attesi o sostiene il rischio di perdite nel caso di esiti peggiori del previsto; b) nessun soggetto appartenente alle Amministrazioni pubbliche deve fornire garanzie, dirette od indirette, in favore della società veicolo.

⁴² In particolare, non possono essere registrate come vendite effettive le cessioni di crediti tributari e previdenziali e le operazioni contenenti clausole (quali pagamento di un prezzo differito, sostituzione delle attività cedute, garanzie) che riducano sensibilmente il trasferimento del rischio in capo all'acquirente (cfr. decisione dell'Eurostat del 25 giugno 2007 relativa alle *Securitisation operations undertaken by General government*).

alcuni casi anche attraverso delegazioni di pagamento) a versare alle società di cartolarizzazione le somme dovute per capitale e interessi a fronte dei crediti certificati oggetto degli accordi transattivi; queste somme sarebbero poi servite al rimborso dei titoli emessi in occasione delle operazioni di cartolarizzazione.

Per quanto riguarda le cartolarizzazioni di crediti commerciali, nel settembre del 2006 l'Eurostat ha precisato che le passività connesse con la ristrutturazione del debito commerciale degli enti sanitari vadano incluse nel debito pubblico. Le cartolarizzazioni di crediti commerciali vantati da soggetti privati nei confronti di enti del settore sanitario possono rappresentare un aggiramento del divieto costituzionale di ricorrere all'indebitamento per finanziare spese correnti. Anche in questa circostanza il legislatore italiano è intervenuto ex post ampliando la definizione di indebitamento al fine di includere le operazioni di cartolarizzazione del settore sanitario⁴³.

Tra il 1999 e il 2007 sono state effettuate complessivamente 42 operazioni di cartolarizzazione riguardanti le Amministrazioni locali (quelle relative a tutte le Amministrazioni pubbliche italiane sono state 64); l'ammontare complessivo di titoli emessi è stato pari a 13,4 miliardi (59,8 miliardi per il complesso delle Amministrazioni pubbliche). Dal 2007, a seguito degli interventi legislativi di cui sopra, non sono più state realizzate operazioni della specie.

7. L'operatività in strumenti finanziari derivati delle Amministrazioni locali

Questa Sezione esamina le operazioni in derivati delle Amministrazioni locali sotto due profili: nella prima parte si considerano tutte le operazioni effettuate con banche operanti in Italia sulla base dei dati da esse trasmessi alla Banca d'Italia; nella seconda parte si esaminano gli swap di ammortamento riguardanti prestiti con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza, che sono per lo più condotti con intermediari stranieri, sulla base di informazioni trasmesse da enti territoriali.

7.1 Le operazioni con intermediari operanti in Italia – Le segnalazioni statistiche di vigilanza e della Centrale dei rischi rilevano solo i contratti conclusi con intermediari

⁴³ Art. 1, comma 739, della legge 27 dicembre 2006, n. 296.

operanti in Italia⁴⁴. Sono soprattutto gli enti di maggiore dimensione a rivolgersi anche a intermediari non operanti in Italia. Secondo alcune stime la quota di mercato di questi ultimi sarebbe pari a circa il 60 per cento⁴⁵. I dati qui riportati vanno considerati quindi come una stima per ampio difetto dell'operatività complessiva.

Tra la fine del 2005 e la fine del 2007, sulla base dei dati tratti dalla Centrale dei rischi, il numero di enti che utilizzavano strumenti derivati, quasi sempre swap di tasso di interesse, è fortemente aumentato, da 349 a 669, per scendere a 474 a fine 2008. Alla fine dello scorso marzo le Amministrazioni locali che utilizzavano strumenti finanziari derivati con controparti operanti in Italia erano 496⁴⁶. Si trattava di: 13 Regioni, 28 Province e 440 Comuni (tav. 9). Alla stessa data facevano ricorso a contratti in strumenti finanziari derivati anche 7 università, 3 enti del comparto sanitario (ASL e Aziende ospedaliere), 3 comunità montane, una associazione teatrale e una società regionale operante nel settore della viabilità.

Il valore nozionale, sulla base delle segnalazioni statistiche di vigilanza, è cresciuto a ritmi sostenuti negli anni scorsi, passando da circa 0,1 miliardi di euro alla fine del 2000 a circa 33 miliardi alla fine del 2006; dalla fine del 2007 si è registrata una riduzione dell'operatività in derivati delle Amministrazioni locali, accentuatasi dalla seconda metà del 2008 in connessione con il blocco all'operatività introdotto con la manovra finanziaria triennale dell'estate dello scorso anno. Alla fine dello scorso marzo il valore nozionale era pari a 24,5 miliardi. La quota di mercato dei primi tre

⁴⁴ Attraverso le segnalazioni statistiche le banche inviano alla Banca d'Italia un flusso informativo per finalità di vigilanza. La periodicità della segnalazione è di norma mensile per le informazioni di stato patrimoniale, trimestrale per quelle prudenziali, semestrale per quelle di conto economico. La Centrale dei Rischi riceve le segnalazioni delle banche e di una parte degli intermediari finanziari sulla posizione dei propri clienti il cui affidamento superi la soglia di 30.000 euro (era 75.000 euro fino a dicembre 2008). Attraverso il servizio centralizzato dei rischi la Banca d'Italia fornisce agli intermediari partecipanti un'informazione utile, anche se non esaustiva, per la valutazione del merito di credito della clientela e, in generale, per l'analisi e la gestione del rischio di credito. Gli intermediari possono interrogare la Centrale dei rischi per chiedere informazioni su soggetti che essi non segnalano, a condizione che le richieste siano avanzate per finalità connesse con l'assunzione e la gestione del rischio di credito. La Centrale dei Rischi rileva da gennaio 2005 le sole operazioni in derivati finanziari svolte da intermediari operanti in Italia con valore intrinseco positivo per l'intermediario. La Banca d'Italia utilizza le informazioni registrate negli archivi della Centrale dei rischi per le attività connesse con il perseguimento delle proprie finalità istituzionali.

⁴⁵ Cfr. le audizioni del Sottosegretario al Ministero dell'Economia e delle finanze e del Direttore Generale della Consob, rispettivamente del 25 febbraio 2009 e del 18 marzo 2009.

⁴⁶ L'incremento registrato nel primo trimestre del 2009 (da 474 a 496), che riguarda i Comuni, riflette probabilmente la riduzione della soglia di censimento della Centrale dei rischi (da 75 mila a 30 mila euro) a partire da gennaio 2009.

gruppi bancari per operatività in derivati con Amministrazioni locali, in termini di valore nozionale, superava il 70 per cento.

Il valore nozionale è diminuito anche in rapporto all'ammontare del debito complessivo delle Amministrazioni locali, passando dal 33,3 per cento di fine 2005 al 22,6 per cento dello scorso marzo.

I valori di mercato negativi, che approssimano l'ammontare che gli enti dovrebbero versare agli intermediari se le operazioni in essere dovessero essere chiuse alla data di rilevazione, sono passati da circa 2 milioni alla fine del 2000, a quasi 1,1 miliardi alla fine del marzo scorso. L'esposizione più rilevante è quella dei Comuni (0,6 miliardi), seguita da quella delle Regioni (0,4 miliardi) e delle Province (0,1 miliardi)⁴⁷. È invece trascurabile il valore di mercato positivo a favore dell'intero comparto delle Amministrazioni locali (pari a 85 milioni lo scorso marzo).

Per quanto riguarda la distribuzione geografica, le Amministrazioni con una maggiore esposizione in derivati sono quelle campane (229 milioni), seguite da quelle del Piemonte e del Lazio (rispettivamente 185 e 126 milioni; tav. 10).

Un valore di mercato persistentemente negativo per le Amministrazioni locali e indipendente dall'evoluzione dei tassi di interesse potrebbe riflettere, oltre a una scarsa capacità di previsione dei futuri andamenti di mercato, un utilizzo dei derivati volto a soddisfare esigenze di liquidità⁴⁸. Le informazioni disponibili non consentono

⁴⁷ Nel complesso gli enti diversi da Regioni, Province e Comuni erano esposti (valore di mercato negativo) per 21 milioni.

⁴⁸ Come già ricordato, la provvista di liquidità mediante un contratto derivato può avvenire attraverso il versamento di un *upfront* dalla banca all'ente alla stipula del contratto, oppure attraverso una rimodulazione dei flussi di pagamento dell'ente che rinvia agli esercizi più lontani una parte di essi (l'ente riceverà un flusso netto di risorse nel periodo iniziale del contratto e sarà un pagatore netto negli anni successivi). Relativamente a quest'ultimo caso, la norma introdotta dal DM 389 del 2003, che vietava i contratti in strumenti derivati che prevedessero un profilo crescente nel tempo dei valori attuali dei pagamenti da parte dell'ente, ha ridotto i margini di libertà degli enti nel rimodulare il proprio debito, ma non ha impedito che attraverso questo tipo di operazioni gli enti facessero provvista di liquidità.

In base ai risultati di una simulazione relativa a un mutuo a 30 anni, a rata costante, con tasso di interesse del 5 per cento, se la rimodulazione del mutuo attraverso lo swap avviene dopo il pagamento della prima rata e prevede un profilo costante dei valori attuali dei pagamenti dell'ente (rispettando le regole del DM 389 del 2003), l'importo in euro della seconda rata sarà pari a circa il 55 per cento rispetto alla rata costante prevista dal vecchio piano di ammortamento. La rata prevista dal nuovo piano di ammortamento rimarrà inferiore a quella costante del vecchio piano fino al quattordicesimo anno; dal quindicesimo anno in poi la nuova rata sarà superiore alla vecchia e la trentesima rata sarà più che doppia.

di distinguere tra questi due fattori: analisi effettuate sui singoli contratti derivati potrebbero consentire di valutare con maggiore accuratezza le ragioni del ricorso alla finanza strutturata da parte degli Enti locali.

Tra la fine del 2005 e lo scorso marzo il rapporto tra il valore di mercato negativo e il totale del debito ha avuto un andamento crescente, passando per il complesso delle Amministrazioni locali dallo 0,7 all'1 per cento. L'incremento ha riguardato le Regioni (dallo 0,5 allo 0,9 per cento) e i Comuni (dallo 0,8 all'1,2 per cento); l'incidenza per le Province è rimasta invariata all'1,3 per cento. Per alcuni enti il rapporto tra il valore di mercato negativo e il totale del debito ha raggiunto livelli significativamente più elevati⁴⁹.

7.2 L'operatività in derivati connessa con i prestiti bullet – Un contratto derivato che ha trovato ampia diffusione negli ultimi anni tra le Amministrazioni locali è lo swap d'ammortamento⁵⁰. Come evidenziato in precedenza, a fronte di prestiti che prevedono il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza, la legge finanziaria per il 2002 imponeva alle Amministrazioni locali la costituzione di un fondo di ammortamento o la stipula di uno swap d'ammortamento al fine di evitare che l'onere della restituzione del prestito gravasse interamente sul bilancio dell'anno di scadenza del prestito.

Il fondo di ammortamento (*sinking fund*), gestito da un intermediario con adeguato merito creditizio, viene alimentato da apporti periodici di attività finanziarie da parte dell'ente. La proprietà di tali attività rimane dell'ente, che ne sopporta i rischi di mercato e di insolvenza e ne riceve i frutti in termini di interessi.

Nella pratica, le Amministrazioni locali hanno preferito ricorrere a swap piuttosto che a fondi di ammortamento. Tale preferenza riflette, tra l'altro, la relativa semplicità e rapidità di esecuzione dello swap di ammortamento .

⁴⁹ Lo scorso marzo il rapporto si attestava per due Regioni intorno al 5 per cento, per altre due era circa del 3 per cento, per le altre inferiore all'1 per cento.

⁵⁰ Cfr. l'audizione della Corte dei Conti del 18 febbraio 2009.

Attraverso uno swap d'ammortamento l'ente territoriale si impegna a effettuare pagamenti periodici all'intermediario comprensivi di capitale e interessi⁵¹; l'intermediario, dal canto suo, si impegna a pagare un flusso di interessi calcolati sul valore nozionale originario e una somma finale che l'ente utilizza per il rimborso dell'obbligazione alla scadenza. Nell'ambito del contratto di swap può essere previsto che l'intermediario detenga le somme ricevute dall'ente in un apposito conto vincolato a garanzia della prestazione finale cui l'intermediario è tenuto (*collateral account*). Tali somme possono essere detenute come liquidità o investite in titoli. I titoli depositati presso questo conto di garanzia sono di proprietà dell'intermediario che giuridicamente è beneficiario anche dei frutti prodotti dai titoli stessi (fig. 6).

La Banca d'Italia negli ultimi anni ha effettuato un monitoraggio dei contratti relativi a swap di ammortamento posti in essere dalle Amministrazioni locali italiane. Tale rilevazione, effettuata presso le Amministrazioni locali che hanno fatto ricorso a prestiti obbligazionari, è finalizzata alla produzione delle statistiche relative al debito delle Amministrazioni locali⁵².

Sulla base dei dati raccolti, che dovrebbero coprire larga parte del fenomeno, alla fine di marzo del 2009 risultavano sottoscritti 76 contratti di swap d'ammortamento, relativi a 27 Amministrazioni locali (10 Regioni; 8 Province; 9 Comuni; tav. 11). Le controparti sono 18 intermediari, quasi sempre grandi banche d'affari estere. Le operazioni rilevate produrranno effetti finanziari per periodi molto lunghi (il primo contratto scadrà nel novembre del 2009, l'ultimo nel luglio del 2057). I contratti censiti fanno riferimento a emissioni obbligazionarie per un valore nominale complessivo di 14,3 miliardi. Tenendo conto delle rate versate dagli enti, il debito ancora da ammortizzare alla fine dello scorso marzo ammontava a 11,2 miliardi⁵³.

⁵¹ La quota interessi è calcolata a partire da un ammontare nominale che si riduce gradualmente nel corso della vita del prestito per tener conto dei versamenti periodicamente corrisposti dall'ente all'intermediario a titolo di quota capitale.

⁵² Il debito delle Amministrazioni locali, in coerenza con i criteri metodologici definiti in sede europea, tiene conto degli esborsi effettuati dagli enti nell'ambito degli swap di ammortamento a fronte di prestiti con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza.

⁵³ Il valore di mercato degli swap di ammortamento è per gli enti positivo e crescente nel tempo, per via delle rate periodiche versate agli intermediari. Il valore si annulla alla scadenza del contratto, quando l'intermediario versa all'ente l'intero valore nozionale.

L'indagine conferma che in genere solo le Amministrazioni locali di più grandi dimensioni (Regioni, alcune Province e Comuni capoluogo) hanno fatto ricorso a prestiti obbligazionari con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza e, di conseguenza, alle operazioni di swap di ammortamento. Il 66 per cento del valore nominale iniziale riguardava le Regioni, il 6 per cento le Province e il 28 per cento i Comuni. Il 75 per cento del valore nominale iniziale interessava enti del Centro Nord; il 68 per cento riguardava contratti stipulati nel triennio 2005-08. Circa il 40 per cento del valore nominale faceva riferimento a contratti con scadenza nel decennio 2026-2035; un ulteriore 30 per cento a contratti con scadenza posteriore al 2036.

Spesso le operazioni di swap di ammortamento sono accompagnate da accordi contrattuali con cui gli enti garantiscono le banche nel caso in cui uno degli emittenti dei titoli depositati nel *collateral account* faccia *default*, configurando nella sostanza operazioni di credit default swap (CDS). In presenza di accordi di questo tipo, nonostante l'ente non sia giuridicamente proprietario dei titoli custoditi nel *collateral account* (come invece accade in un *sinking fund*), il rischio di credito relativo a questi titoli ricade in capo all'ente stesso, che si trova pertanto ad assumere una posizione speculativa.

La presenza di garanzie a favore degli intermediari nell'ambito di un contratto di swap d'ammortamento pone alcuni problemi; ad esempio, con questo tipo di operazione si rischia di neutralizzare la copertura derivante dallo swap di ammortamento nel caso in cui l'ente venga chiamato a pagare in caso di *default* dei soggetti che hanno emesso i titoli depositati nel conto di garanzia. Inoltre, dato che la scelta delle obbligazioni da inserire nel *collateral account* viene fatta dalla controparte bancaria, sebbene sempre nell'ambito di categorie predefinite contrattualmente, non sembra appropriato che sia l'ente ad accollarsi il rischio di *default*.

Infine va rilevato che il DM 389 del 2003 non annovera, tra le operazioni in contratti derivati cui gli Enti locali possono fare ricorso, derivati sul rischio di credito.

8. Aspetti problematici nell'utilizzo di strumenti derivati da parte delle Amministrazioni locali

Una parte del debito delle Amministrazioni locali italiane è a tasso variabile; inoltre il debito include sia passività denominate in euro sia in altre valute⁵⁴. Al fine di proteggersi da mutamenti sui mercati valutari e finanziari, gli enti possono trovare utile ricorrere a contratti che consentano di stabilire anticipatamente i futuri oneri per interessi. Forme di copertura di questo tipo possono essere ottenute con il ricorso a contratti derivati come gli swap di tasso di cambio o di interesse.

Gli aspetti più problematici dell'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte delle Amministrazioni locali sono tre: l'elevata complessità dei contratti; l'opacità contabile (gli oneri futuri connessi con tali strumenti non sono evidenziati nei conti degli enti); la possibilità di un utilizzo improprio (ad esempio, ai fini di provvista di liquidità).

I derivati sono strumenti finanziari complessi. La valutazione della loro convenienza e dei connessi profili di rischio richiede un elevato livello di competenze in materia finanziaria sia con riferimento alla strutturazione dei contratti sia con riferimento al loro monitoraggio; a questo proposito si rimanda agli esempi riportati nell'Audizione del Direttore generale della Consob del 18 marzo scorso. Alcuni enti decentrati, in particolare Enti locali, possono non essere dotati di strumenti e competenze adeguati per la valutazione di tali operazioni.

Questa complessità rende difficile anche la stima del costo effettivo dell'operazione. Nei contratti finanziari derivati, infatti, non tutti i costi vengono evidenziati esplicitamente; alcune clausole, che incidono in modo sostanziale sulla convenienza dei contratti, sono incorporate all'interno delle diverse componenti di base che determinano l'andamento dei pagamenti nei vari scenari futuri. Alla maggiore complessità corrispondono inoltre generalmente costi più elevati rispetto a strumenti finanziari di tipo più tradizionale.

L'attuale sistema di contabilità pubblica rende la rappresentazione dei contratti derivati nei bilanci molto opaca. Gli oneri futuri derivanti dalla sottoscrizione di tali

⁵⁴ Alla fine del 2008 il debito in valute diverse dall'euro era pari al 1,8 per cento del debito complessivo delle Amministrazioni locali.

contratti non sono registrati nei bilanci pubblici e non hanno effetti sugli indicatori considerati dalle regole di bilancio in vigore. Il ricorso a strumenti derivati può consentire all'ente di migliorare temporaneamente i propri conti a scapito degli esercizi futuri, su cui ricadrà l'onere di rimborso del debito; la trasparenza dei conti pubblici viene così ridotta.

Infine, i contratti finanziari derivati possono essere impropriamente impiegati, invece che per fini di copertura, per reperire risorse finanziarie aggiuntive. Qualora, in base al contratto, l'ente riceva un flusso netto di risorse nel periodo iniziale e sia un pagatore netto negli anni successivi, il derivato incorpora un finanziamento implicito dall'intermediario all'ente.

In generale la componente di finanziamento dello strumento, così come i relativi costi, non sono esplicitamente evidenziati nei contratti; l'elevato livello dei valori di mercato negativi rispetto a quelli positivi (evidenziato nel paragrafo 7.1) e la loro bassa correlazione con l'andamento dei tassi di mercato suggeriscono che è possibile che una parte degli enti abbia utilizzato i contratti derivati allo scopo di reperire risorse finanziarie aggiuntive rispetto a quelle raccolte attraverso i canali di indebitamento tradizionali.

9. Alcune valutazioni

La legge delega sul federalismo fiscale, approvata il 29 aprile scorso, detta le linee guida per la definizione delle risorse tributarie decentrate, della perequazione fiscale e del coordinamento fra i vari livelli di governo. Il provvedimento enuncia principi generali finalizzati a rendere trasparente il rapporto tra i vari livelli istituzionali di governo nella definizione degli obiettivi di finanza pubblica e ad assicurare il concorso di tutte le Amministrazioni pubbliche al mantenimento di un'adeguata disciplina fiscale. In questa direzione va la previsione sia di regole contabili coerenti con il Patto di stabilità e crescita, sia di meccanismi premiali e sanzionatori.

In questo contesto è opportuno che le politiche di indebitamento delle Amministrazioni locali siano improntate a principi di rigore e trasparenza.

Negli scorsi anni l'utilizzo di strumenti finanziari derivati e il ricorso a operazioni di cartolarizzazione da parte di Regioni, Province e Comuni hanno rappresentato aspetti importanti del sistema di finanziamento degli enti decentrati. Attualmente, il ricorso alle cartolarizzazioni appare terminato; operazioni simili a quelle condotte in passato rappresenterebbero una violazione del precetto costituzionale (art. 119) di ricorrere al debito solo per il finanziamento di investimenti. L'utilizzo di strumenti finanziari derivati è sospeso in attesa della definizione di una nuova normativa.

Come già rilevato, il ricorso a strumenti finanziari derivati può contribuire a ridurre i rischi connessi con il debito degli enti e a rendere più stabile il profilo degli oneri attesi. Tuttavia, esso pone alcuni problemi di rilievo: gli strumenti finanziari derivati possono essere usati per rinviare ad esercizi futuri alcuni oneri e possono ridurre la trasparenza dei conti pubblici. Ciò suggerisce di limitare le tipologie di strumenti consentite e di introdurre regole riguardanti le informazioni da rendere disponibili. Sotto entrambi i profili, si tratta di proseguire nella direzione intrapresa negli scorsi anni.

Il problema della regolamentazione dell'utilizzo di strumenti derivati da parte delle Amministrazioni locali si è presentato anche in altri paesi. Come viene posto in luce nell'Appendice, anche in altri contesti istituzionali la regolamentazione di questa materia è stata in genere caratterizzata da grande prudenza.

Le tipologie di operazioni. – Innanzi tutto, i contratti derivati devono poter essere utilizzati dalle Amministrazioni locali unicamente per la copertura dei rischi. Il DM 389 del 2003 già stabiliva che esse potessero sottoscrivere contratti derivati solo a fronte di passività effettivamente dovute, che tali contratti fossero del tipo *plain vanilla* e che non potessero posticipare la scadenza del debito originario. Si prevedeva inoltre un limite massimo per gli *upfront* e si stabilivano vincoli per il profilo temporale degli oneri relativi ai pagamenti dell'ente. Queste regole appaiono ancora necessarie. Ulteriori rafforzamenti potrebbero essere opportuni: per esempio, con riguardo alla distribuzione temporale degli oneri, andrebbe considerata la possibilità di escludere strutture che implicino profili crescenti nei flussi di pagamento dell'ente.

Il decreto prevedeva due casi in cui era obbligatorio ricorrere a contratti derivati: le operazioni di indebitamento in valute diverse dall'euro e i prestiti con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza.

Data l'ampiezza del mercato finanziario dell'area dell'euro, si potrebbe considerare la possibilità di escludere il ricorso delle Amministrazioni locali all'indebitamento in valute diverse dall'euro. Va rilevato che anche il Ministero dell'Economia e delle finanze si indebita in larghissima misura in euro⁵⁵.

Maggiori sono i potenziali benefici derivanti dalla possibilità di emettere prestiti con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza. In particolare, ciò può contribuire allo sviluppo di un mercato secondario dei prestiti obbligazionari degli enti territoriali. Il progressivo ammortamento delle obbligazioni riduce infatti gradualmente la quantità di titoli in circolazione non favorendo la liquidità del mercato⁵⁶; inoltre, titoli meno liquidi possono essere meno attraenti nei confronti di alcune categorie di investitori, come quelli istituzionali⁵⁷.

Tuttavia è stato rilevato che tali vantaggi nel caso italiano non si sono realizzati⁵⁸; ciò porterebbe a confermare la validità del nuovo regime di divieto dei prestiti con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza introdotto con la manovra triennale. Nel caso in cui si volesse comunque consentire questa tipologia di prestiti, si potrebbero valutare altre soluzioni che escludano il ricorso a operazioni in derivati⁵⁹.

⁵⁵ Alla fine del 2008 il debito in valute diverse dall'euro era pari al 2,4 per cento del debito complessivo delle Amministrazioni centrali; per il 94 per cento esso era coperto con operazioni di currency swap.

⁵⁶ Qualora poi l'ammortamento sia realizzato attraverso il rimborso di una quota di titoli individuata attraverso sorteggio, gli investitori istituzionali potrebbero chiedere un premio di rendimento per fronteggiare il rischio di reinvestimento delle somme rimborsate anticipatamente.

⁵⁷ Negli USA, dove esiste un ampio mercato secondario per i titoli emessi dai governi locali, le emissioni sono principalmente di tipo differente da quelle *amortizing*. Nel quadriennio 2005-08 si sono registrate emissioni da parte delle Amministrazioni statali e locali per un importo annuo mediamente pari a 460 miliardi di dollari. Alla fine del 2008, il valore nominale dei titoli in circolazione, emessi da oltre 50 mila soggetti, era pari a quasi 2.700 miliardi di dollari (oltre il 15 per cento del PIL).

⁵⁸ Cfr. l'audizione del Sottosegretario al Ministero dell'Economia e delle finanze del 25 febbraio 2009.

⁵⁹ Per esempio, al fine di minimizzare i costi e di contenere i rischi, si potrebbe eliminare la possibilità di ricorrere a swap di ammortamento e prevedere che gli enti costituiscano un fondo di ammortamento investito esclusivamente in titoli di Stato con scadenza coerente con quella dell'emissione obbligazionaria.

La trasparenza. – La trasparenza dei contratti è un elemento fondamentale per un uso consapevole di questi strumenti. È necessario evidenziare gli oneri per i bilanci pubblici derivanti dalla sottoscrizione di contratti derivati.

Informazioni standardizzate ed elaborate sulla base di una metodologia condivisa e trasparente, se riportate nei bilanci pubblici, potranno dare una maggiore certezza riguardo gli oneri futuri attesi e consentire quindi una più efficace programmazione finanziaria degli enti. Ne beneficerebbero anche la qualità della gestione degli enti e il monitoraggio delle finanze pubbliche⁶⁰.

La pubblicazione di statistiche accurate su questo fenomeno consentirebbe una migliore valutazione non solo della sostenibilità finanziaria dei singoli enti, ma anche della situazione complessiva dei conti pubblici. In un contesto di crescente decentramento, disporre di informazioni esaustive e tempestive con riferimento alle Amministrazioni decentrate diventerà in prospettiva sempre più importante.

Le operazioni già in essere. – Per quanto riguarda le operazioni avviate in passato, è innanzi tutto necessario fare chiarezza in merito all'ammontare e alle caratteristiche dei contratti: come emerso nel corso delle audizioni di fronte a questa Commissione al momento non esiste una fonte che sia in grado di fornire informazioni complete in merito.

Sarebbe quindi opportuno che il nuovo regolamento estendesse gli obblighi di rendicontazione nei bilanci anche alle operazioni effettuate negli scorsi anni. Ciò potrebbe facilitare la ricognizione delle posizioni attualmente aperte e favorire l'adozione delle eventuali misure necessarie.

Il contenimento dei costi. – In prospettiva, in un contesto in cui le Amministrazioni pubbliche muovano verso il pareggio del bilancio, in coerenza con gli obiettivi di medio termine indicati nei Documenti di Programmazione Economico-Finanziaria degli ultimi anni e con le regole dell'Unione europea, il peso relativo del debito degli enti decentrati sul debito pubblico potrebbe tendere gradualmente a crescere. A tali

⁶⁰ Secondo quanto riferito dal Sottosegretario al Ministero dell'Economia e delle finanze nel corso dell'audizione dello scorso 25 febbraio, l'introduzione dell'obbligo di comunicazione preventiva al Ministero, previsto dalla legge finanziaria per il 2007, ha già comportato un atteggiamento più prudente e consapevole da parte delle Amministrazioni locali nel ricorso a strumenti finanziari derivati.

enti è infatti consentito di finanziare gli investimenti con il ricorso al debito. È opportuno evitare che il possibile decentramento del debito determini un aumento del costo dell'indebitamento, a causa della minore liquidità e delle minori economie di scala. Per affrontare questo problema la legge finanziaria per l'anno 2005 aveva indicato la possibilità di effettuare emissioni di titoli in *pool*⁶¹.

Dati i costi relativamente alti degli strumenti derivati e l'elevato livello di competenze finanziarie richiesto per la loro corretta valutazione, andrebbero valutate strategie che consentano lo sfruttamento di economie di scala e una gestione aggregata dei rischi.

⁶¹ Art. 1, comma 68, della legge 30 dicembre 2004, n. 311, che disciplina le operazioni di emissione di prestiti obbligazionari effettuate congiuntamente da più Enti locali.

Derivati e Amministrazioni locali: l'esperienza di altri paesi

Anche in altri contesti istituzionali si è presentato il problema della regolamentazione dell'utilizzo di strumenti derivati da parte delle Amministrazioni locali; l'atteggiamento degli ordinamenti è stato in genere caratterizzato da grande prudenza.

Regno Unito. – A partire dai primi anni ottanta gli Enti locali inglesi hanno utilizzato diffusamente strumenti derivati, principalmente nella forma di swap su tassi d'interesse, sia per finalità di copertura sia per beneficiare dell'incasso di *upfront*. Alla fine del decennio gli Enti locali erano tra gli operatori non finanziari più importanti e attivi sul mercato degli swap nel Regno Unito.

In assenza di una normativa specifica, non fu messa in discussione la capacità delle Amministrazioni locali di sottoscrivere contratti derivati. In una prima fase il fenomeno rimase circoscritto a un numero relativamente ristretto di enti e a mere finalità di copertura. Nel maggio del 1989 prese avvio la discussione del caso "*Hazell vs. Hammersmith and Fulham London Borough Council*". La municipalità londinese di Hammersmith e Fulham aveva stipulato 24 contratti swap tra il 1983 e il 1987 e ulteriori 592 contratti nel biennio 1988-89. Nel 1989 il nozionale dei contratti derivati in essere era pari a circa 20 volte l'ammontare del debito effettivamente contratto. A fronte delle difficoltà incontrate nel fronteggiare gli oneri derivanti dai contratti stipulati, nel maggio del 1989 essa chiese alla magistratura di dichiarare nulle alcune delle transazioni eseguite. Nel gennaio del 1991 la *House of Lords*, nella sua veste di Alta Corte di giustizia del Regno Unito, stabilì che le autorità locali non hanno la capacità di concludere validamente contratti derivati, né a fini di copertura, né tanto meno a fini speculativi.

Successivamente alla decisione di nullità dei contratti molte banche avviarono procedimenti giudiziari per rientrare in possesso delle somme versate alle Amministrazioni locali. Nel 1996 la *House of Lords* riconobbe il diritto degli intermediari alla restituzione sia del saldo netto tra *upfront* pagato agli enti e flussi di cassa da questi versati, sia alla corresponsione di un interesse semplice su queste somme.

Nel 2003, il *Local Government Act* ha concesso alle Amministrazioni locali di Inghilterra e Galles maggiore autonomia nella gestione delle proprie finanze, ribadendo la loro capacità di indebitarsi per ogni finalità attinente le proprie funzioni e introducendo anche la possibilità di indebitarsi per far fronte a momentanee carenze di liquidità nell'ambito della gestione della tesoreria o per rifinanziare le passività in scadenza. Nonostante i più ampi margini di autonomia, si ritiene generalmente tuttora in vigore il divieto sancito dalla *House of Lords* nel 1991.

Germania. – La Costituzione tedesca garantisce ai Comuni ampia autonomia, anche sul versante finanziario. Il ricorso al debito da parte dei Comuni trova fondamento nei principi costituzionali ed è regolato da leggi regionali.

I Comuni possono ricorrere al debito solo se le risorse necessarie non possono essere acquisite in maniera economicamente più vantaggiosa. Il debito deve essere gestito in modo da minimizzare i costi e contenere il rischio complessivo al quale l'ente si espone.

I principi generali dell'ordinamento escludono che si possa ricorrere a strumenti derivati con finalità speculative. I derivati devono essere collegati a passività preesistenti, ma rimangono giuridicamente distinti dalle obbligazioni cui sono funzionalmente collegati.

L'impiego di strumenti finanziari derivati non è regolato a livello federale. Molti Länder, in collaborazione con l'associazione dei Comuni, hanno emanato direttive contenenti i principi e le *best practices* ai quali i Comuni devono attenersi nell'utilizzo di strumenti finanziari derivati.

Le direttive non contengono un elenco specifico di operazioni ammissibili sia perché esso non risulterebbe coerente con l'autonomia dei Comuni, sia perché sarebbe difficile tener conto degli effetti dell'innovazione finanziaria.

In termini generali, i derivati non sono obbligatori in nessuna fase e accanto a nessun tipo di strumento (nel caso italiano, invece, i derivati sono stati obbligatori fino alla manovra triennale della scorsa estate, nel caso di titoli *bullet*, e lo sono tuttora a fronte di esposizioni in valuta). Il rischio valutario va assicurato solo se le norme regionali vietano la presenza nei conti pubblici di rischi valutari.

L'impiego di strumenti derivati deve essere accompagnato da un'analisi costi-benefici. Nella maggior parte dei casi le direttive stabiliscono un nozionale minimo (2,5 milioni); l'impiego di strumenti di copertura è raccomandato per esposizioni superiori ai 5 milioni.

Le direttive prevedono in genere che l'impiego di strumenti derivati debba avvenire nell'ambito di una struttura deputata alla gestione dei rapporti finanziari, dotata di adeguate competenze professionali ed organizzata in modo da garantire analisi ponderate e un controllo efficace sul disegno e sull'implementazione delle operazioni. I Comuni dovrebbero gestire il rischio (identificazione, misurazione, mitigazione) rifacendosi ai principi adottati dalle imprese private. La scelta dell'intermediario con il quale sottoscrivere il contratto derivato non è soggetta a procedure ad evidenza pubblica. Tuttavia l'intero processo deve essere accompagnato da documenti dai quali, tra l'altro, emerga che il derivato ha una funzione di gestione del rischio e di riduzione dei costi attesi del finanziamento.

Le decisioni relative agli strumenti derivati richiedono il coinvolgimento di vari soggetti: amministratori, revisori dei conti, consulenza giuridica. Nel complesso, l'impiego dei derivati è soggetto ad obblighi informativi analoghi a quelli degli strumenti di debito tradizionali. I Comuni devono definire un indicatore che misuri i risultati delle operazioni e verificare periodicamente il conseguimento o meno dei risultati attesi. Una quota dei vantaggi finanziari che scaturiscono dall'impiego di derivati (talvolta fino al 50 per cento) va accantonata in fondi a garanzia dei complessivi rischi finanziari dell'ente.

TAVOLE E FIGURE

**Contratti derivati negoziati su mercati non regolamentati
dalle principali banche dei paesi del G10**
(miliardi di euro e valori percentuali)

| Fattori di rischio / tipologie contrattuali | Valore nozionale | | | | Valore lordo di mercato (1) | | | |
|---|------------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------------------|--------------|---------------|-------------------|
| | dic-98 | dic-04 | dic-08 | var. % 2004-08 | dic-98 | dic-04 | dic-08 | var. % 2004-08 |
| Totale contratti | 68.122 | 189.874 | 425.352 | 124,0 | 2.741 | 6.905 | 24.351 | 252,7 |
| Totale derivati su cambi | 15.278 | 21.503 | 35.750 | 66,3 | 667 | 1.135 | 2.815 | 147,9 |
| <i>Forward e swap di valuta</i> | 10.233 | 10.977 | 17.649 | 60,8 | 416 | 472 | 1.244 | 163,5 |
| <i>Swap</i> | 1.911 | 6.037 | 10.580 | 75,3 | 170 | 547 | 1.141 | 108,7 |
| <i>Opzioni</i> | 3.134 | 4.489 | 7.520 | 67,5 | 81 | 116 | 429 | 269,8 |
| Totale derivati su tassi | 42.425 | 139.859 | 300.839 | 115,1 | 1.421 | 3.977 | 13.236 | 232,8 |
| <i>Forward rate agreement</i> | 4.882 | 9.389 | 28.212 | 200,5 | 12 | 16 | 110 | 572,8 |
| <i>Interest rate swap</i> | 30.759 | 110.588 | 235.765 | 113,2 | 1.280 | 3.600 | 11.908 | 230,8 |
| <i>Opzioni</i> | 6.784 | 19.882 | 36.862 | 85,4 | 129 | 361 | 1.217 | 237,3 |
| Totale derivati su azioni | 1.262 | 3.219 | 4.666 | 44,9 | 200 | 366 | 800 | 118,7 |
| <i>Forward e swap</i> | 124 | 555 | 1.173 | 111,3 | 37 | 56 | 243 | 334,9 |
| <i>Opzioni</i> | 1.138 | 2.664 | 3.494 | 31,1 | 163 | 310 | 557 | 79,7 |
| Totale derivati su materie prime | 346 | 1.060 | 3.181 | 200,2 | 36 | 124 | 686 | 454,4 |
| <i>Oro</i> | 148 | 271 | 284 | 4,7 | 11 | 23 | 46 | 98,8 |
| <i>Altre materie prime</i> | 198 | 789 | 2.897 | 267,4 | 25 | 100 | 640 | 537,2 |
| Totale derivati su crediti (CDS) | - | 4.696 | 30.084 | 540,7 | - | 98 | 4.061 | 4.044,1 |
| <i>Strumenti single-name</i> | - | 3.757 | 18.488 | 392,2 | - | 82 | 2.655 | 3.137,9 |
| <i>Strumenti multi-name</i> | - | 939 | 11.596 | 1.135,0 | - | 16 | 1.406 | 8.689,7 |
| Non allocati | 8.811 | 19.538 | 50.832 | 160,2 | 417 | 1.205 | 2.753 | 128,4 |

Fonte: Bank for International Settlements, *Semiannual Over-The-Counter (OTC) Derivatives Markets Statistics*. L'indagine prevede la rilevazione semestrale di statistiche sui derivati OTC su base consolidata presso un campione di banche e intermediari finanziari con sede nei paesi del G-10.

(1) Il valore lordo di mercato è pari alla somma, in valore assoluto, dei valori di mercato positivi e di quelli negativi.

Derivati finanziari e creditizi delle banche operanti in Italia - valori nozionali (1)
(miliardi di euro e valori percentuali)

| | dicembre 2004 | | dicembre 2005 | | dicembre 2006 | | dicembre 2007 | | dicembre 2008 | | marzo 2009 | | var. % 2004-08 |
|----------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|
| | imp. | comp. % | imp. | comp. % | |
| Derivati Finanziari | 6.331 | 100,0 | 7.486 | 100,0 | 7.492 | 100,0 | 7.663 | 100,0 | 8.995 | 100,0 | 8.965 | 100,0 | 42,1 |
| <i>di cui:</i> | | | | | | | | | | | | | |
| <i>residenti</i> | 2.074 | 32,8 | 2.408 | 32,2 | 2.394 | 32,0 | 2.443 | 31,9 | 2.885 | 32,1 | 2.876 | 32,1 | 39,1 |
| <i>non residenti</i> | 4.257 | 67,2 | 5.077 | 67,8 | 5.098 | 68,0 | 5.220 | 68,1 | 6.110 | 67,9 | 6.089 | 67,9 | 43,5 |
| Derivati Creditizi | 60 | 100,0 | 97 | 100,0 | 124 | 100,0 | 189 | 100,0 | 226 | 100,0 | 195 | 100,0 | 273,3 |
| <i>di cui:</i> | | | | | | | | | | | | | |
| <i>residenti</i> | 6 | 9,3 | 9 | 9,8 | 10 | 8,5 | 3 | 1,5 | 6 | 2,4 | 6 | 3,0 | -1,7 |
| <i>non residenti</i> | 55 | 90,7 | 88 | 90,2 | 113 | 91,5 | 187 | 98,5 | 220 | 97,6 | 189 | 97,0 | 301,5 |

Fonte: Banca d'Italia, segnalazioni di vigilanza.

(1) Per banche operanti in Italia si intendono le banche autorizzate in Italia e le filiali italiane di banche estere.

Derivati finanziari e creditizi delle banche operanti in Italia - valori di mercato (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

| | dicembre 2004 | | dicembre 2006 | | dicembre 2008 | | marzo 2009 | |
|--|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
| | importo | comp. % |
| Derivati Finanziari | | | | | | | | |
| Valore di mercato positivo (2) | 100.393 | 100,0 | 84.207 | 100,0 | 157.785 | 100,0 | 180.515 | 100,0 |
| Controparti residenti | 42.375 | 42,2 | 37.960 | 45,1 | 64.273 | 40,7 | 67.160 | 37,2 |
| <i>Amministrazioni pubbliche</i> | 599 | 0,6 | 1.471 | 1,7 | 2.692 | 1,7 | 2.770 | 1,5 |
| <i>Banche, Finanz. e Assic.</i> | 34.798 | 34,7 | 31.124 | 37,0 | 52.806 | 33,1 | 56.417 | 31,3 |
| <i>Imprese</i> | 5.400 | 5,4 | 4.232 | 5,0 | 6.846 | 4,3 | 7.190 | 4,0 |
| <i>Famiglie</i> | 913 | 0,9 | 478 | 0,6 | 1.150 | 0,7 | 467 | 0,3 |
| <i>Altro</i> | 665 | 0,7 | 655 | 0,8 | 780 | 0,5 | 317 | 0,2 |
| Controparti non residenti | 58.018 | 57,8 | 46.247 | 54,9 | 93.512 | 59,6 | 113.355 | 62,8 |
| Valore di mercato negativo (3) | 91.970 | 100,0 | 90.991 | 100,0 | 167.338 | 100,0 | 181.133 | 100,0 |
| Controparti residenti | 37.044 | 40,3 | 41.605 | 45,7 | 56.866 | 34,3 | 59.605 | 32,9 |
| <i>Amministrazioni pubbliche</i> | 338 | 0,4 | 150 | 0,2 | 193 | 0,1 | 192 | 0,1 |
| <i>Banche, Finanz. e Assic.</i> | 32.990 | 35,9 | 34.152 | 37,5 | 52.342 | 31,5 | 55.596 | 30,7 |
| <i>Imprese</i> | 1.523 | 1,7 | 1.382 | 1,5 | 961 | 0,6 | 1.092 | 0,6 |
| <i>Famiglie</i> | 714 | 0,8 | 1.269 | 1,4 | 435 | 0,3 | 861 | 0,5 |
| <i>Altro</i> | 1.480 | 1,6 | 4.652 | 5,1 | 2.895 | 1,7 | 1.864 | 1,0 |
| Controparti non residenti | 54.926 | 59,7 | 49.385 | 54,3 | 110.472 | 65,7 | 121.529 | 67,1 |
| Derivati Creditizi | | | | | | | | |
| Valore di mercato positivo (2) | 91 | 100,0 | 820 | 100,0 | 6.799 | 100,0 | 6.205 | 100,0 |
| Controparti residenti | 1 | 0,9 | 701 | 85,5 | 198 | 2,9 | 182 | 2,9 |
| <i>Amministrazioni pubbliche</i> | - | - | 10 | 1,2 | 90 | 1,3 | 73 | 1,2 |
| <i>Banche, Finanz. e Assic.</i> | 1 | 0,9 | 691 | 84,3 | 107 | 1,6 | 108 | 1,7 |
| Controparti non residenti | 90 | 99,1 | 119 | 14,5 | 6.583 | 96,8 | 6.023 | 97,1 |
| Valore di mercato negativo (3) | 61 | 100,0 | 148 | 100,0 | 6.495 | 100,0 | 6.183 | 100,0 |
| Controparti residenti | 2 | 2,9 | 1 | 0,7 | 105 | 1,6 | 92 | 1,5 |
| <i>Amministrazioni pubbliche</i> | - | - | - | - | - | - | - | - |
| <i>Banche, Finanz. e Assic.</i> | 2 | 2,9 | 1 | 0,7 | 105 | 1,6 | 92 | 1,5 |
| Controparti non residenti | 59 | 97,1 | 147 | 99,3 | 6.360 | 97,9 | 6.058 | 98,0 |
| Derivati Finanziari e Creditizi | | | | | | | | |
| Valore lordo di mercato (4) | 192.514 | 100,0 | 176.165 | 100,0 | 338.417 | 100,0 | 374.035 | 100,0 |
| Controparti residenti | 79.422 | 41,3 | 80.267 | 45,6 | 121.442 | 35,9 | 127.039 | 34,0 |
| <i>Amministrazioni pubbliche</i> | 937 | 0,5 | 1.631 | 0,9 | 2.975 | 0,9 | 3.034 | 0,8 |
| <i>Banche, Finanz. e Assic.</i> | 67.791 | 35,2 | 65.968 | 37,4 | 105.140 | 31,1 | 112.213 | 30,0 |
| <i>Imprese</i> | 6.923 | 3,6 | 5.614 | 3,2 | 7.807 | 2,3 | 8.282 | 2,2 |
| <i>Famiglie</i> | 1.627 | 0,8 | 1.747 | 1,0 | 1.585 | 0,5 | 1.328 | 0,4 |
| <i>Altro</i> | 2.145 | 1,1 | 5.306 | 3,0 | 3.723 | 1,1 | 2.213 | 0,6 |
| Controparti non residenti | 113.092 | 58,7 | 95.898 | 54,4 | 216.927 | 64,1 | 246.964 | 66,0 |

Fonte: Banca d'Italia, segnalazioni di vigilanza.

(1) Per banche operanti in Italia si intendono le banche autorizzate in Italia e le filiali italiane di banche estere. I dati riportati considerano anche l'operatività infragruppo delle banche; va tenuto conto che quest'ultima operatività, ovviamente, non rileva ai fini dell'analisi delle operazioni effettuate con Amministrazioni locali. - (2) Valore di mercato positivo per la banca e negativo per la controparte. Per valore di mercato si intende il valore intrinseco; dal dicembre 2008, in seguito al cambiamento della struttura delle segnalazioni di vigilanza, si fa riferimento al *fair value*. - (3) Valore di mercato negativo per la banca e positivo per la controparte. Per valore di mercato si intende il valore intrinseco; dal dicembre 2008, in seguito al cambiamento della struttura delle segnalazioni di vigilanza, si fa riferimento al *fair value*. - (4) Il valore lordo di mercato è pari alla somma, in valore assoluto, dei valori di mercato positivi e di quelli negativi.

Evoluzione della normativa sull'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte di Amministrazioni locali

| Provvedimenti normativi | Principali contenuti | | |
|---|--|--|--|
| | <i>obblighi/divieti</i> | <i>tipologie di contratti ammessi</i> | <i>profili di trasparenza/pubblicità</i> |
| DM 5 luglio 1996, n. 420 | <p>1) obbligo di <i>swap</i> di tasso di cambio per i prestiti obbligazionari in valuta estera</p> <p>2) divieto di emissione di prestiti obbligazionari che incorporino opzioni</p> | | |
| <p>Legge 28 dicembre 2001, n. 448 (art. 41)</p> <p>DM 1 dicembre 2003, n. 389</p> <p>Circolare del MEF del 27 maggio 2004</p> | <p>1) derivati solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute</p> <p>2) obbligo di <i>swap</i> di tasso di cambio a fronte di prestiti in valuta</p> <p>3) obbligo di <i>swap/fondo</i> di ammortamento a fronte di prestiti <i>bullet</i></p> <p>4) <i>upfront</i> non superiore all'1% del nozionale</p> <p>5) divieto di posticipare la scadenza del debito originario</p> <p>6) divieto di previsione di un profilo crescente nel tempo dei valori attuali dei pagamenti da parte dell'ente</p> | <p>1) possibilità di emettere prestiti <i>bullet</i></p> <p>2) solo derivati <i>plain vanilla</i></p> <p>3) derivati solo a fronte di passività effettivamente dovute</p> <p>4) definizione delle operazioni ammesse: IRS, currency swap, FRA, cap, collar, e loro combinazioni; swap d'ammortamento; altre operazioni in derivati per la ristrutturazione del debito.</p> | <p>1) monitoraggio trimestrale del MEF</p> |
| Legge 27 dicembre 2006, n. 296 (art. 1, comma 737, che ha aggiunto i commi 2-bis e 2-ter all'art. 41 della legge n. 448 del 2001) | <p>1) derivati solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute</p> | | <p>1) comunicazione preventiva al MEF</p> <p>2) comunicazione alla Corte dei Conti delle operazioni in violazione della normativa</p> |
| Legge 24 dicembre 2007, n. 244 (art. 1, commi 381-384) | | | <p>1) trasparenza dei contratti in derivati</p> <p>2) pubblicità, anche in bilancio, delle operazioni in derivati</p> <p>3) previsto un regolamento del MEF sentite Banca d'Italia e Consob</p> |
| Legge 6 agosto 2008, n. 133 (art. 62) | <p>1) sospensione dell'operatività in derivati in attesa di un provvedimento di riordino (e almeno per un anno)</p> <p>2) divieto di emissione di prestiti <i>bullet</i></p> <p>3) l'<i>upfront</i> costituisce debito pubblico</p> | | <p>1) previsto un regolamento del MEF sentite Banca d'Italia e Consob per disciplinare:</p> <ul style="list-style-type: none"> - la tipologia dei contratti relativi a strumenti finanziari derivati e alle componenti derivate, implicite o esplicite, ammesse - i profili di trasparenza dei contratti e di pubblicità nei bilanci |
| Legge 22 dicembre 2008, n. 203. | ripropone, rivisto nella forma, l'art. 62 della legge n. 133 del 2008 | <p>1) possibilità di ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività sottostante</p> | |

Consistenza del debito delle Amministrazioni locali: analisi per strumenti e comparti (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

| VOCI | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Titoli | 14.035 | 18.890 | 24.911 | 31.216 | 30.712 | 30.229 |
| emessi in Italia | 3.846 | 6.066 | 9.537 | 10.827 | 10.651 | 10.554 |
| emessi all'estero | 10.189 | 12.824 | 15.374 | 20.390 | 20.061 | 19.676 |
| Prestiti di IFM (2) | 31.113 | 31.726 | 33.381 | 71.351 | 69.734 | 71.114 |
| istituzioni residenti | 29.737 | 30.384 | 32.049 | 69.499 | 67.469 | 68.817 |
| istituzioni non residenti | 1.376 | 1.342 | 1.332 | 1.852 | 2.265 | 2.297 |
| Altro (3) | 23.499 | 23.723 | 29.010 | 8.269 | 10.034 | 5.341 |
| DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI LOCALI | 68.647 | 74.339 | 87.302 | 110.837 | 110.480 | 106.685 |
| <i>in percentuale del PIL</i> | 5,1 | 5,3 | 6,1 | 7,5 | 7,2 | 6,8 |
| Debito delle Regioni (4) | 24.869 | 27.738 | 31.415 | 42.537 | 44.828 | 41.419 |
| di cui: Titoli | 9.018 | 10.944 | 11.322 | 16.257 | 15.840 | 15.127 |
| emessi in Italia | 442 | 826 | 947 | 1.092 | 1.034 | 992 |
| emessi all'estero | 8.575 | 10.118 | 10.374 | 15.165 | 14.806 | 14.136 |
| di cui: Prestiti di IFM e CDP (2) | 13.314 | 13.837 | 15.239 | 18.791 | 19.537 | 21.516 |
| istituzioni residenti | 12.516 | 13.096 | 14.427 | 17.621 | 18.319 | 20.345 |
| istituzioni non residenti | 798 | 741 | 812 | 1.170 | 1.218 | 1.171 |
| Debito delle Province (5) | 4.790 | 5.685 | 7.281 | 8.652 | 8.826 | 9.054 |
| di cui: Titoli | 1.132 | 2.027 | 3.256 | 3.656 | 3.744 | 3.777 |
| emessi in Italia | 681 | 1.237 | 2.254 | 2.630 | 2.592 | 2.643 |
| emessi all'estero | 451 | 790 | 1.002 | 1.025 | 1.151 | 1.135 |
| di cui: Prestiti di IFM e CDP (2) | 3.578 | 3.582 | 3.954 | 4.929 | 5.034 | 5.223 |
| istituzioni residenti | 3.558 | 3.532 | 3.854 | 4.805 | 4.869 | 5.003 |
| istituzioni non residenti | 19 | 50 | 100 | 123 | 165 | 221 |
| Debito dei Comuni (6) | 33.318 | 35.286 | 40.820 | 45.243 | 46.561 | 47.494 |
| di cui: Titoli | 3.839 | 5.866 | 10.232 | 11.203 | 11.014 | 11.214 |
| emessi in Italia | 2.676 | 3.950 | 6.234 | 7.004 | 6.909 | 6.809 |
| emessi all'estero | 1.162 | 1.916 | 3.998 | 4.199 | 4.104 | 4.405 |
| di cui: Prestiti di IFM e CDP (2) | 28.864 | 28.857 | 29.954 | 33.460 | 35.229 | 35.966 |
| istituzioni residenti | 28.305 | 28.306 | 29.534 | 32.901 | 34.347 | 35.060 |
| istituzioni non residenti | 558 | 551 | 420 | 559 | 882 | 906 |
| Debito di altri enti | 5.670 | 5.630 | 7.786 | 14.405 | 10.265 | 8.717 |

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. — (2) L'aggregato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) non include la Banca centrale nazionale alla quale è vietato concedere qualsiasi forma di facilitazione creditizia alle Amministrazioni pubbliche (art. 101 del Trattato che istituisce la Comunità Europea); dal settembre 2006 la Cassa depositi e prestiti spa è inclusa tra le Istituzioni finanziarie monetarie (IFM); dalla stessa data i prestiti erogati dalla Cassa in favore delle Amministrazioni pubbliche confluiscono nella voce "prestiti di IFM". — (3) Si tratta principalmente dei prestiti erogati dalla Cassa depositi e prestiti spa fino ad agosto 2006, delle operazioni di cartolarizzazione per la parte considerata come prestito secondo i criteri indicati dall'Eurostat e di altre partite minori. — (4) Comprende le Province autonome. — (5) Comprende le Aree metropolitane. — (6) Comprende le Unioni di comuni.

Consistenza del debito delle Amministrazioni locali: analisi per aree geografiche (1)*(milioni di euro e valori percentuali)*

| VOCI | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Nord ovest | 17.440 | 18.628 | 22.393 | 30.601 | 29.511 | 29.161 |
| di cui: Titoli | 3.329 | 4.328 | 6.851 | 9.333 | 9.141 | 9.286 |
| <i>emessi in Italia</i> | 1.575 | 2.433 | 3.290 | 3.645 | 3.597 | 3.538 |
| <i>emessi all'estero</i> | 1.754 | 1.895 | 3.562 | 5.689 | 5.544 | 5.748 |
| di cui: Prestiti di IFM e CDP (2) | 13.859 | 14.066 | 15.329 | 21.006 | 20.168 | 19.664 |
| <i>istituzioni residenti</i> | 13.685 | 13.942 | 15.212 | 20.896 | 20.065 | 19.568 |
| <i>istituzioni non residenti</i> | 174 | 124 | 117 | 110 | 103 | 96 |
| Nord est | 11.792 | 12.655 | 14.463 | 16.809 | 16.262 | 16.484 |
| di cui: Titoli | 2.083 | 3.053 | 4.291 | 5.467 | 5.513 | 5.478 |
| <i>emessi in Italia</i> | 1.181 | 1.560 | 2.326 | 2.471 | 2.474 | 2.561 |
| <i>emessi all'estero</i> | 902 | 1.493 | 1.965 | 2.996 | 3.039 | 2.917 |
| di cui: Prestiti di IFM e CDP (2) | 9.550 | 9.394 | 9.904 | 11.082 | 10.581 | 10.876 |
| <i>istituzioni residenti</i> | 9.425 | 9.268 | 9.769 | 10.892 | 10.340 | 10.607 |
| <i>istituzioni non residenti</i> | 125 | 125 | 135 | 190 | 241 | 269 |
| Centro | 20.568 | 22.396 | 25.396 | 32.483 | 31.393 | 28.821 |
| di cui: Titoli | 4.277 | 5.283 | 6.234 | 6.878 | 6.952 | 6.711 |
| <i>emessi in Italia</i> | 667 | 851 | 1.559 | 1.891 | 1.856 | 1.815 |
| <i>emessi all'estero</i> | 3.611 | 4.431 | 4.675 | 4.988 | 5.097 | 4.896 |
| di cui: Prestiti di IFM e CDP (2) | 14.532 | 14.910 | 16.088 | 20.423 | 19.763 | 20.564 |
| <i>istituzioni residenti</i> | 14.195 | 14.462 | 15.676 | 19.803 | 18.803 | 19.554 |
| <i>istituzioni non residenti</i> | 337 | 448 | 412 | 621 | 960 | 1.009 |
| Sud | 12.068 | 13.652 | 17.122 | 21.620 | 23.554 | 23.922 |
| di cui: Titoli | 1.722 | 3.329 | 4.373 | 6.539 | 6.423 | 6.318 |
| <i>emessi in Italia</i> | 305 | 1.066 | 2.117 | 2.341 | 2.266 | 2.193 |
| <i>emessi all'estero</i> | 1.417 | 2.263 | 2.256 | 4.199 | 4.157 | 4.126 |
| di cui: Prestiti di IFM e CDP (2) | 10.210 | 10.192 | 11.272 | 13.077 | 13.167 | 14.327 |
| <i>istituzioni residenti</i> | 10.095 | 10.061 | 11.035 | 12.836 | 12.725 | 13.896 |
| <i>istituzioni non residenti</i> | 115 | 132 | 237 | 241 | 442 | 432 |
| Isole | 6.779 | 7.008 | 7.928 | 9.325 | 9.760 | 8.298 |
| di cui: Titoli | 2.624 | 2.898 | 3.162 | 2.998 | 2.684 | 2.435 |
| <i>emessi in Italia</i> | 119 | 155 | 246 | 479 | 459 | 446 |
| <i>emessi all'estero</i> | 2.505 | 2.742 | 2.916 | 2.518 | 2.226 | 1.989 |
| di cui: Prestiti di IFM e CDP (2) | 3.204 | 3.257 | 4.151 | 5.750 | 6.179 | 5.784 |
| <i>istituzioni residenti</i> | 2.579 | 2.754 | 3.774 | 5.110 | 5.689 | 5.326 |
| <i>istituzioni non residenti</i> | 624 | 503 | 376 | 640 | 490 | 458 |
| DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI LOCALI | 68.647 | 74.339 | 87.302 | 110.837 | 110.480 | 106.685 |
| <i>in percentuale del PIL</i> | 5,1 | 5,3 | 6,1 | 7,5 | 7,2 | 6,8 |

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. — (2) L'aggregato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) non include la Banca centrale nazionale alla quale è vietato concedere qualsiasi forma di facilitazione creditizia alle Amministrazioni pubbliche (art. 101 del Trattato che istituisce la Comunità Europea).

Debito delle Amministrazioni locali al 31 dicembre 2008 – Analisi per regioni e strumenti (1)
(milioni di euro)

| | Titoli emessi in Italia | Titoli emessi all'estero | Prestiti di IFM residenti e CDP spa (2) | Prestiti di IFM non residenti | Altre passività (3) | Totale |
|-----------------------|-------------------------|--------------------------|---|-------------------------------|---------------------|----------------|
| Piemonte | 1.461 | 2.224 | 8.930 | - | 64 | 12.679 |
| Valle d'Aosta | - | 424 | 172 | - | 3 | 599 |
| Lombardia | 1.381 | 2.446 | 8.861 | 80 | 124 | 12.892 |
| Trentino Alto Adige | 58 | 15 | 1.028 | - | 6 | 1.107 |
| Veneto | 1.050 | 1.428 | 4.033 | - | 43 | 6.553 |
| Friuli Venezia Giulia | 80 | 1.425 | 1.433 | - | 16 | 2.954 |
| Liguria | 696 | 654 | 1.605 | 16 | 20 | 2.991 |
| Emilia Romagna | 1.373 | 49 | 4.113 | 302 | 33 | 5.870 |
| Toscana | 1.032 | 456 | 4.691 | 114 | 41 | 6.334 |
| Umbria | 224 | 738 | 927 | - | 12 | 1.901 |
| Marche | 235 | 435 | 1.912 | 81 | 16 | 2.677 |
| Lazio | 324 | 3.267 | 12.025 | 815 | 1.477 | 17.908 |
| Abruzzo | 429 | 1.040 | 1.051 | - | 728 | 3.247 |
| Molise | 8 | 236 | 215 | - | 3 | 461 |
| Campania | 632 | 2.181 | 6.422 | 262 | 2.498 | 11.995 |
| Puglia | 675 | 641 | 2.829 | 87 | 26 | 4.258 |
| Basilicata | 133 | 28 | 617 | 83 | 5 | 865 |
| Calabria | 316 | - | 2.761 | - | 18 | 3.095 |
| Sicilia | 339 | 1.052 | 3.872 | 391 | 65 | 5.718 |
| Sardegna | 108 | 937 | 1.454 | 67 | 14 | 2.579 |
| Totale | 10.554 | 19.676 | 68.951 | 2.297 | 5.208 | 106.685 |

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) L'aggregato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) non include la Banca centrale nazionale alla quale è vietato concedere qualsiasi forma di facilitazione creditizia alle Amministrazioni pubbliche (art. 101 del Trattato che istituisce la Comunità Europea); dal settembre 2006 la Cassa depositi e prestiti spa è inclusa tra le Istituzioni finanziarie monetarie (IFM); dalla stessa data i prestiti erogati dalla Cassa in favore delle Amministrazioni pubbliche confluiscono nella voce "prestiti di IFM". – (3) Si tratta principalmente dei prestiti erogati dalla Cassa depositi e prestiti spa fino ad agosto 2006, delle operazioni di cartolarizzazione per la parte considerata come prestito secondo i criteri indicati dall'Eurostat e di altre partite minori.

Upfront versati ad Amministrazioni locali nel periodo 2005-08
(unità e milioni di euro)

| | 2005 | | 2006 | | 2007 | | 2008 | | 2005-08 | |
|----------------------------|------------------|-------------|------------------|------------|------------------|------------|------------------|------------|------------------|-------------|
| | numero contratti | importo | numero contratti | importo | numero contratti | importo | numero contratti | importo | numero contratti | importo |
| Regioni | 2 | 2,1 | - | - | - | - | - | - | 2 | 2,1 |
| Province | 2 | 0,1 | 2 | 0,1 | 5 | 1,3 | - | - | 9 | 1,5 |
| Comuni | 83 | 33,6 | 57 | 3,7 | 12 | 0,6 | 1 | 0,1 | 153 | 37,9 |
| Totale | 87 | 35,8 | 59 | 3,8 | 17 | 1,8 | 1 | 0,1 | 164 | 41,5 |
| <i>di cui: Centro Nord</i> | 26 | 30,3 | 33 | 1,3 | 6 | 0,1 | - | - | 65 | 31,7 |
| <i>Mezzogiorno</i> | 61 | 5,5 | 26 | 2,5 | 11 | 1,7 | 1 | 0,1 | 99 | 9,8 |

Fonte: nostra indagine. I dati si riferiscono a tre dei principali gruppi bancari italiani per operatività in derivati con Amministrazioni locali.

Derivati finanziari sottoscritti da Amministrazioni locali con banche operanti in Italia (1)

(milioni di euro, unità e valori percentuali)

| VOCI | dic-05 | dic-06 | dic-07 | dic-08 | mar-09 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|
| Valori nozionali | 29.057 | 33.041 | 31.520 | 26.053 | 24.499 |
| Valore di mercato positivo (2) | 248 | 140 | 120 | 89 | 85 |
| Valore di mercato negativo (3) | 600 | 737 | 902 | 1.061 | 1.079 |
| <i>Regioni</i> | 156 | 264 | 116 | 360 | 364 |
| <i>Province</i> | 92 | 63 | 96 | 119 | 120 |
| <i>Comuni e Unioni di Comuni</i> | 343 | 408 | 686 | 570 | 574 |
| <i>Altre</i> | 9 | 2 | 4 | 13 | 21 |
| Numero di Amministrazioni locali | 349 | 588 | 669 | 474 | 496 |
| <i>Regioni</i> | 7 | 10 | 11 | 13 | 13 |
| <i>Province</i> | 25 | 29 | 31 | 32 | 28 |
| <i>Comuni e Unioni di Comuni</i> | 310 | 540 | 619 | 415 | 440 |
| <i>Altre</i> | 7 | 9 | 8 | 14 | 15 |
| Controparti bancarie | | | | | |
| <i>numero</i> | 45 | 46 | 44 | 38 | 34 |
| <i>quota di mercato dei primi tre gruppi</i> | 66,1 | 69,6 | 70,1 | 70,5 | 71,7 |
| Valori nozionali/debito delle Amministrazioni locali | 33,3 | 29,8 | 28,5 | 24,4 | 22,6 |
| Valore di mercato negativo/debito delle Amministrazioni locali | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 1,0 | 1,0 |
| <i>Regioni</i> | 0,5 | 0,6 | 0,3 | 0,9 | 0,9 |
| <i>Province</i> | 1,3 | 0,7 | 1,1 | 1,3 | 1,3 |
| <i>Comuni e Unioni di Comuni</i> | 0,8 | 0,9 | 1,5 | 1,2 | 1,2 |
| <i>Altre</i> | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,2 |

Fonte: Banca d'Italia, segnalazioni di vigilanza; per il numero di Amministrazioni locali la fonte è la Centrale dei rischi che rileva mensilmente, da gennaio 2005, le sole operazioni in derivati finanziari degli intermediari operanti in Italia superiori alla soglia di censimento (la soglia è stata ridotta da 75 mila a 30 mila euro a partire da gennaio 2009), ovvero il credito vantato nei confronti della clientela (valore di mercato positivo per la banca). La Centrale dei Rischi rileva da gennaio 2005 le sole operazioni in derivati finanziari svolte da intermediari operanti in Italia con valore intrinseco positivo per l'intermediario.

(1) Per banche operanti in Italia si intendono le banche autorizzate in Italia e le filiali italiane di banche estere. – (2) Valore di mercato positivo per l'ente e negativo per la banca. Per valore di mercato si intende il valore intrinseco; dal dicembre 2008, in seguito al cambiamento della struttura delle segnalazioni di vigilanza, si fa riferimento al *fair value*. – (3) Valore di mercato negativo per l'ente e positivo per la banca. Per valore di mercato si intende il valore intrinseco; dal dicembre 2008, in seguito al cambiamento della struttura delle segnalazioni di vigilanza, si fa riferimento al *fair value*. Per la scomposizione tra le varie categorie di enti sono stati utilizzati i pesi tratti dalle segnalazioni in Centrale dei Rischi.

**Derivati finanziari sottoscritti da Amministrazioni locali con banche operanti in Italia:
distribuzione regionale del valore di mercato negativo e del numero di enti (1)**
(milioni di euro, unità e valori percentuali)

| | valore di mercato negativo (2) | | | | | numero di Amministrazioni locali | | | | |
|-----------------------|--------------------------------|------------|------------|--------------|--------------|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| | dic-05 | dic-06 | dic-07 | dic-08 | mar-09 | dic-05 | dic-06 | dic-07 | dic-08 | mar-09 |
| Piemonte | 96 | 170 | 115 | 180 | 185 | 10 | 19 | 20 | 17 | 16 |
| Valle d' Aosta | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Lombardia | 110 | 67 | 90 | 95 | 102 | 42 | 59 | 66 | 44 | 51 |
| Trentino- Alto Adige | 1 | 3 | 5 | 0 | 0 | 1 | 7 | 8 | 3 | 2 |
| Veneto | 16 | 19 | 35 | 67 | 71 | 29 | 48 | 52 | 44 | 43 |
| Friuli Venezia Giulia | 2 | 5 | 10 | 5 | 7 | 7 | 17 | 21 | 17 | 16 |
| Liguria | 8 | 5 | 5 | 9 | 13 | 7 | 12 | 11 | 10 | 12 |
| Emilia Romagna | 50 | 26 | 25 | 65 | 61 | 28 | 37 | 41 | 31 | 29 |
| Toscana | 16 | 30 | 43 | 48 | 58 | 31 | 58 | 62 | 41 | 38 |
| Umbria | 14 | 19 | 36 | 26 | 25 | 11 | 25 | 30 | 19 | 24 |
| Marche | 14 | 12 | 18 | 13 | 14 | 23 | 29 | 28 | 27 | 27 |
| Lazio | 17 | 33 | 72 | 129 | 126 | 26 | 35 | 43 | 35 | 38 |
| Abruzzo | 11 | 16 | 29 | 32 | 30 | 12 | 22 | 22 | 20 | 19 |
| Molise | 15 | 7 | 2 | 19 | 15 | 2 | 3 | 4 | 1 | 2 |
| Campania | 147 | 207 | 201 | 207 | 229 | 37 | 56 | 66 | 43 | 47 |
| Puglia | 39 | 47 | 59 | 19 | 15 | 26 | 52 | 56 | 43 | 48 |
| Basilicata | 2 | 4 | 5 | 9 | 12 | 6 | 10 | 12 | 7 | 8 |
| Calabria | 6 | 25 | 63 | 55 | 50 | 15 | 33 | 44 | 29 | 33 |
| Sicilia | 32 | 37 | 76 | 74 | 58 | 27 | 51 | 65 | 31 | 30 |
| Sardegna | 3 | 7 | 14 | 8 | 7 | 9 | 15 | 18 | 12 | 13 |
| Totale | 600 | 737 | 902 | 1.061 | 1.079 | 349 | 588 | 669 | 474 | 496 |

Fonte: Banca d'Italia, segnalazioni di vigilanza e Centrale dei rischi.

(1) Per banche operanti in Italia si intendono le banche autorizzate in Italia e le filiali italiane di banche estere. – (2) Valore di mercato negativo per l'ente e positivo per la banca. Per valore di mercato si intende il valore intrinseco; dal dicembre 2008, in seguito al cambiamento della struttura delle segnalazioni di vigilanza, si fa riferimento al *fair value*. Per la scomposizione tra regioni sono stati utilizzati pesi tratti dalle segnalazioni in Centrale dei Rischi. Dal gennaio 2005, la Centrale dei Rischi rileva mensilmente le esposizioni in derivati finanziari degli intermediari operanti in Italia superiori alla soglia di censimento (la soglia è stata ridotta da 75 mila a 30 mila euro a partire da gennaio 2009), ovvero il credito vantato nei confronti della clientela (valore intrinseco positivo per la banca).

Swap di ammortamento di Amministrazioni locali
(milioni di euro)

| | numero di enti | numero di contratti | nozionale originario | nozionale da ammortizzare a fine marzo 2009 |
|---------------------------------------|----------------|---------------------|----------------------|---|
| Regioni | 10 | 33 | 9.409 | 6.745 |
| <i>di cui: Centro Nord</i> | 6 | 23 | 6.372 | 4.772 |
| <i>Mezzogiorno</i> | 4 | 10 | 3.038 | 1.973 |
| Province | 8 | 26 | 799 | 705 |
| <i>di cui: Centro Nord</i> | 6 | 24 | 743 | 656 |
| <i>Mezzogiorno</i> | 2 | 2 | 56 | 49 |
| Comuni | 9 | 17 | 4.064 | 3.769 |
| <i>di cui: Centro Nord</i> | 7 | 14 | 3.559 | 3.312 |
| <i>Mezzogiorno</i> | 2 | 3 | 505 | 458 |
| Totale | 27 | 76 | 14.272 | 11.220 |
| <i>di cui: Centro Nord</i> | 19 | 61 | 10.673 | 8.740 |
| <i>Mezzogiorno</i> | 8 | 15 | 3.599 | 2.480 |
| Anno di stipula del contratto | | | | |
| 1999 | 2 | 2 | 128 | 20 |
| 2000 | 1 | 1 | 157 | 90 |
| 2001 | 1 | 1 | 279 | 169 |
| 2002 | 1 | 2 | 1.028 | 469 |
| 2003 | 4 | 5 | 2.301 | 1.529 |
| 2004 | 3 | 6 | 734 | 569 |
| 2005 | 5 | 12 | 2.141 | 1.975 |
| 2006 | 10 | 22 | 3.729 | 3.521 |
| 2007 | 9 | 20 | 2.322 | 1.484 |
| 2008 | 2 | 5 | 1.453 | 1.393 |
| Totale (1) | 37 (1) | 76 | 14.272 | 11.220 |
| Anno di scadenza del contratto | | | | |
| 2009-2015 | 6 | 7 | 1.672 | 703 |
| 2016-2025 | 12 | 14 | 2.596 | 1.871 |
| 2026-2035 | 14 | 34 | 5.650 | 4.468 |
| dal 2036 in poi | 6 | 21 | 4.354 | 4.177 |
| Totale | 38 (2) | 76 | 14.272 | 11.220 |

Fonte: nostra indagine presso le Amministrazioni locali che hanno fatto ricorso a prestiti obbligazionari. I dati raccolti dovrebbero coprire larga parte del fenomeno.

(1) Il totale è superiore al numero complessivo di enti che hanno fatto ricorso a swap di ammortamento (27) poiché alcuni di essi hanno concluso più operazioni in vari anni. – (2) Il totale è superiore al numero complessivo di enti che hanno fatto ricorso a swap di ammortamento (27) poiché alcuni di essi hanno contratti che scadono in anni differenti.

Principali indicatori di bilancio delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)

| VOCI | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Amministrazioni pubbliche | | | | | | | | | | | |
| Entrate | 46,2 | 46,4 | 45,4 | 45,0 | 44,5 | 45,1 | 44,5 | 44,2 | 45,8 | 46,9 | 46,6 |
| Spese (2) (3) | 49,0 | 48,1 | 47,4 | 48,1 | 47,4 | 48,6 | 48,0 | 48,5 | 49,2 | 48,4 | 49,3 |
| di cui: <i>interessi</i> | 7,9 | 6,6 | 6,3 | 6,3 | 5,5 | 5,1 | 4,7 | 4,6 | 4,6 | 5,0 | 5,1 |
| Avanzo primario | 5,1 | 4,9 | 4,3 | 3,2 | 2,7 | 1,6 | 1,2 | 0,3 | 1,3 | 3,5 | 2,4 |
| Indebitamento netto | 2,8 | 1,7 | 2,0 | 3,1 | 2,9 | 3,5 | 3,5 | 4,3 | 3,3 | 1,5 | 2,7 |
| Fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari | 3,3 | 3,4 | 3,5 | 5,0 | 3,1 | 4,2 | 4,2 | 5,3 | 4,0 | 1,9 | 3,1 |
| Debito | 114,9 | 113,7 | 109,2 | 108,8 | 105,7 | 104,4 | 103,8 | 105,8 | 106,5 | 103,5 | 105,7 |
| Amministrazioni locali | | | | | | | | | | | |
| Entrate | 13,1 | 13,1 | 13,6 | 14,2 | 13,9 | 14,4 | 14,5 | 14,7 | 14,6 | 15,3 | 15,4 |
| Spese (2) (3) | 13,4 | 13,7 | 13,8 | 14,5 | 14,7 | 14,9 | 15,4 | 15,5 | 15,8 | 15,1 | 15,6 |
| di cui: <i>interessi</i> | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Avanzo primario | 0,1 | -0,3 | 0,2 | 0,1 | -0,5 | -0,1 | -0,7 | -0,6 | -1,0 | 0,5 | 0,1 |
| Indebitamento netto | -0,2 | -0,6 | -0,1 | -0,3 | -0,8 | -0,4 | -1,0 | -0,8 | -1,2 | 0,1 | -0,2 |
| Fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari | 0,1 | 0,5 | 0,5 | 0,1 | 0,3 | 1,9 | 0,4 | 0,9 | 1,6 | 0,0 | -0,2 |
| Debito | 2,4 | 2,9 | 3,2 | 3,2 | 3,4 | 5,1 | 5,3 | 6,1 | 7,5 | 7,2 | 6,8 |

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. — (2) In questa voce sono registrati, con il segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico. — (3) Il dato del 2000 non include i proventi delle licenze UMTS portati in riduzione delle spese nella contabilità nazionale.

Principali indicatori di bilancio degli Enti territoriali (1)

(in percentuale del PIL)

| VOCI | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Regioni | | | | | | | | | | | |
| Entrate | 8,5 | 8,2 | 8,9 | 9,4 | 9,1 | 9,5 | 9,4 | 9,7 | 9,5 | 10,1 | 10,3 |
| Spese (2) (3) | 8,5 | 8,4 | 8,7 | 9,5 | 9,1 | 9,5 | 9,7 | 9,7 | 10,0 | 10,0 | 10,4 |
| di cui: <i>interessi</i> | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Avanzo primario | 0,1 | -0,2 | 0,3 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | -0,2 | 0,0 | -0,4 | 0,2 | 0,0 |
| Indebitamento netto | 0,0 | -0,2 | 0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | -0,3 | -0,1 | -0,5 | 0,1 | -0,1 |
| Debito | 1,1 | 1,3 | 1,4 | 1,4 | 1,5 | 1,9 | 2,0 | 2,2 | 2,9 | 2,9 | 2,6 |
| Province | | | | | | | | | | | |
| Entrate | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| Spese (2) (3) | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| di cui: <i>interessi</i> | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Avanzo primario | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Indebitamento netto | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | -0,1 |
| Debito | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Comuni | | | | | | | | | | | |
| Entrate | 3,9 | 4,0 | 3,9 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 4,2 | 4,1 | 4,2 | 4,0 | 4,2 |
| Spese (2) (3) | 4,2 | 4,3 | 4,1 | 4,2 | 4,3 | 4,3 | 4,4 | 4,3 | 4,2 | 4,2 | 4,3 |
| di cui: <i>interessi</i> | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 |
| Avanzo primario | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,1 |
| Indebitamento netto | -0,3 | -0,3 | -0,2 | -0,2 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,2 | -0,1 | -0,2 | -0,1 |
| Debito | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 2,5 | 2,5 | 2,9 | 3,0 | 3,0 | 3,0 |

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. — (2) In questa voce sono registrati, con il segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico. — (3) Il dato del 2000 non include i proventi delle licenze UMTS portati in riduzione delle spese nella contabilità nazionale.

Figura 1

Debito delle Amministrazioni pubbliche – Composizione per sottosectori (in percentuale del PIL)

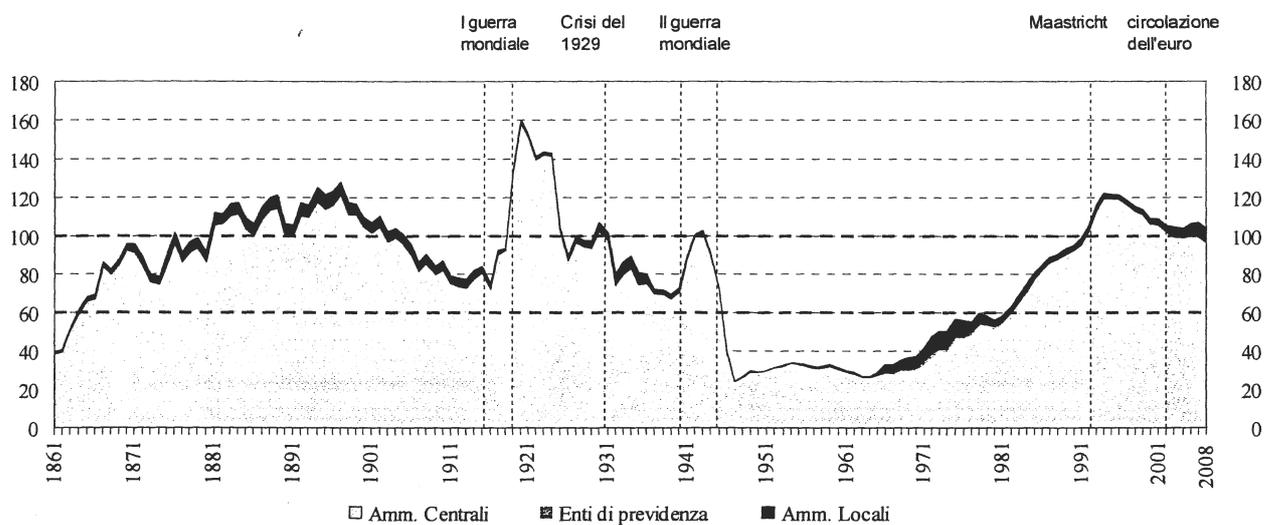


Figura 2

Debito delle Amministrazioni locali per comparto (in percentuale del PIL)

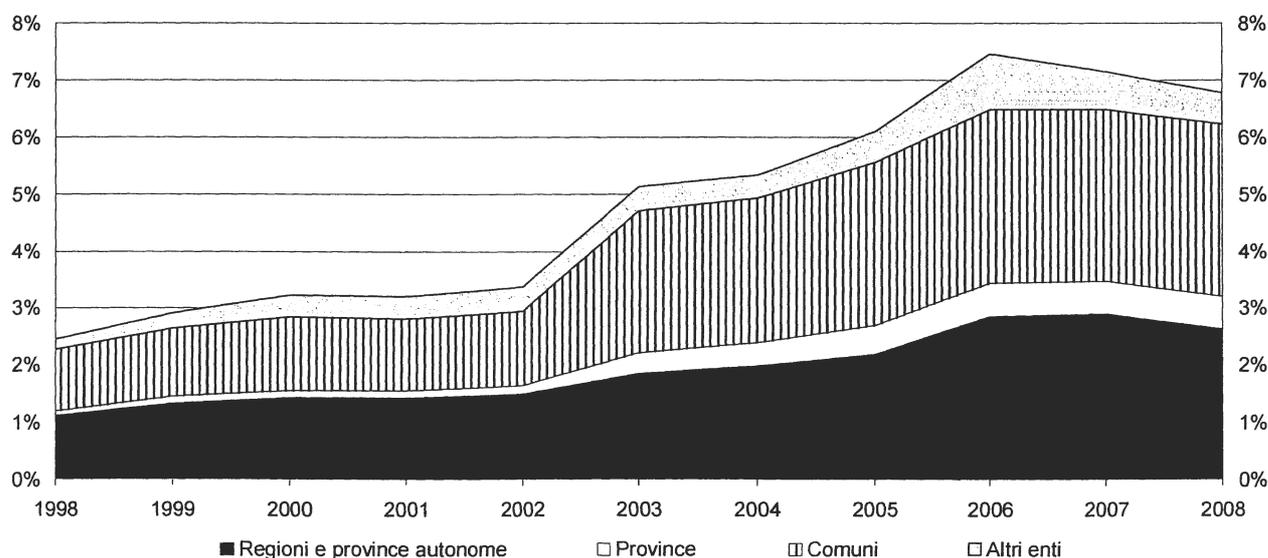


Figura 3

Debito delle Amministrazioni locali per area geografica (in percentuale del PIL della propria area geografica)

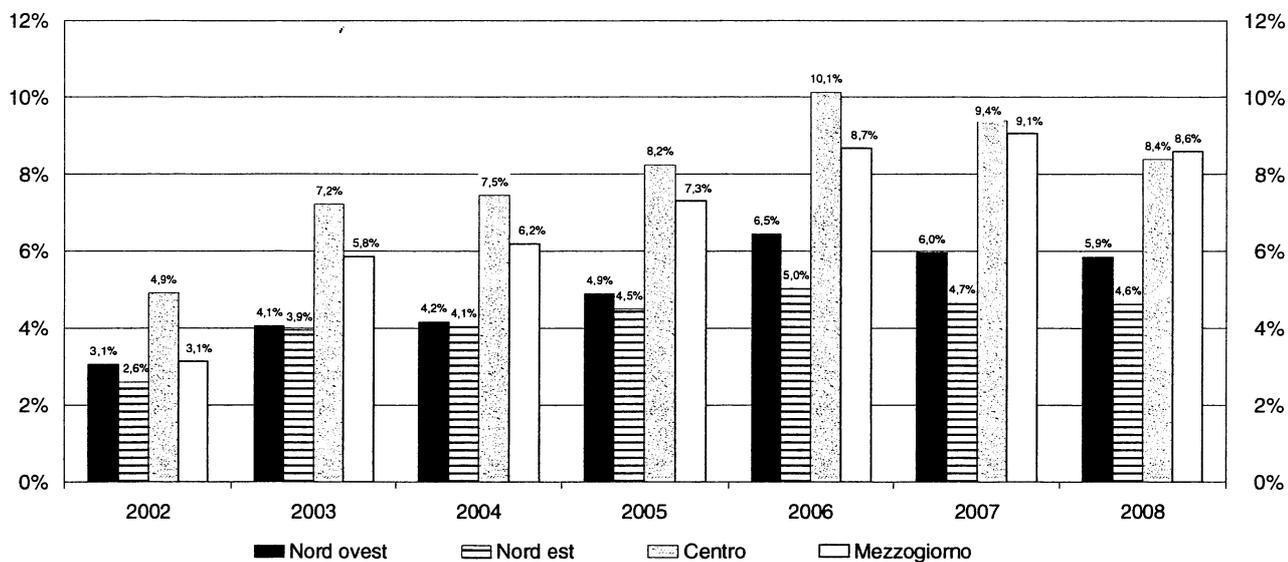


Figura 4

Debito delle Amministrazioni locali – distribuzione regionale

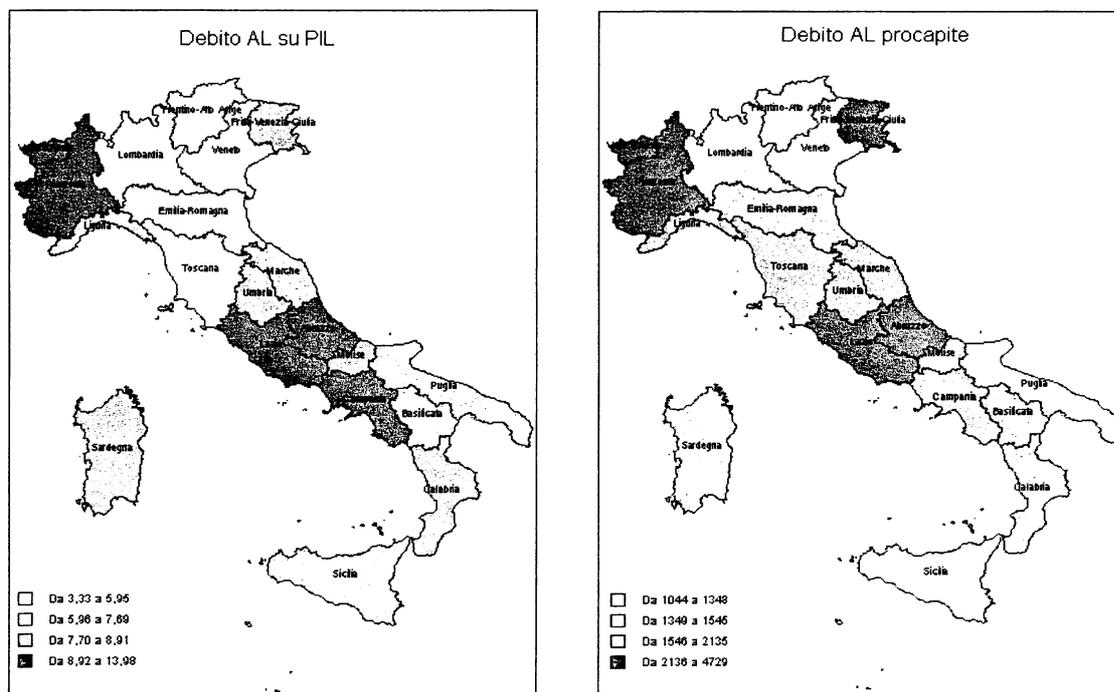


Figura 5

Debito delle Amministrazioni locali per strumento (in percentuale del PIL)

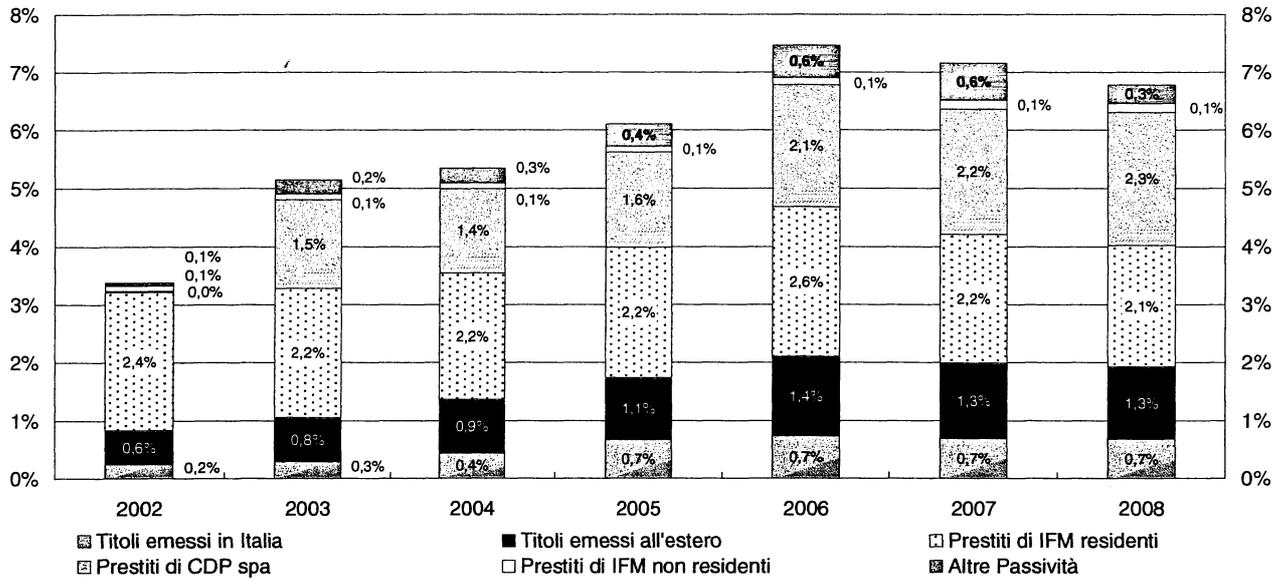
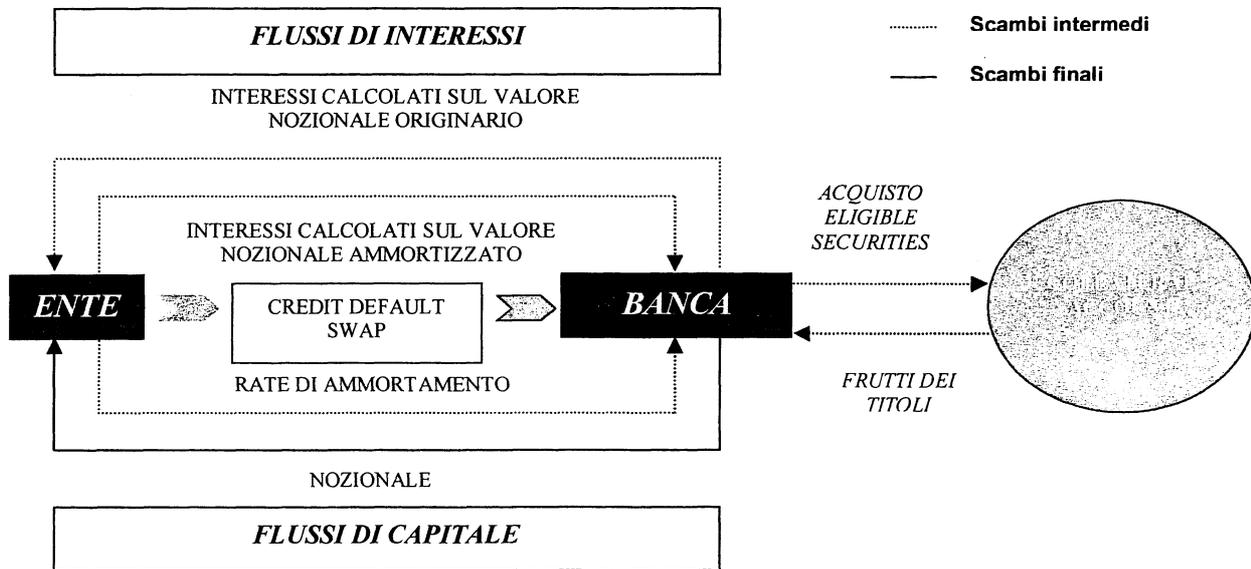


Figura 6

Schema di uno swap di ammortamento con CDS





VI Commissione “Finanze e Tesoro” del Senato della Repubblica

**Indagine conoscitiva sull’utilizzo e la diffusione degli
strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni
nelle pubbliche amministrazioni**

**Audizione del Responsabile dei Rapporti con la Pubblica
Amministrazione della BNL S.p.A. Gruppo BNP Paribas
Dott. Giuseppe Pignataro**

18 novembre 2009



Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni

Indice

- Breve presentazione di BNL Gruppo BNP Paribas
- Il contesto di riferimento
- L'attività di BNL nel settore della gestione del debito degli Enti territoriali attraverso strumenti di finanza derivata:
 - modalità di intervento
 - la policy adottata dalla Banca per disciplinare la vendita dei prodotti agli Enti pubblici territoriali
 - i dati
- Le criticità emerse nel 2007 - 2008
- Conclusioni



Onorevoli Senatori, desideriamo innanzitutto esprimere il nostro sentito ringraziamento al Presidente e alla Commissione tutta per l'invito formulato al nostro Istituto a partecipare all'Audizione odierna e confidando di poter fornire un utile contributo nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata nelle pubbliche amministrazioni locali, abbiamo preparato un documento che sottoponiamo alla Vs. superiore attenzione.



Breve presentazione di BNL Gruppo BNP Paribas

BNL è un gruppo bancario italiano, con sede legale e Direzione Generale in Roma, fondato nel 1913 e radicato su tutto il territorio nazionale con un brand tra i più noti in Italia. Dal 2006 fa parte del Gruppo BNP Paribas, leader europeo nel settore dei servizi bancari e finanziari di portata mondiale e tra le 6 banche più solide del mondo secondo la valutazione di Standard & Poor's.

Il Gruppo è presente in Europa in quattro mercati domestici attraverso la banca Retail: Belgio, Francia, Italia e Lussemburgo. BNP Paribas detiene una delle più grandi reti internazionali con una presenza in 83 paesi e un organico di più di 200 mila collaboratori, di cui 160 mila in Europa, 15 mila in Nord America e 10 mila in Asia. BNP Paribas detiene posizioni chiave in tre grandi settori di attività: Retail Banking, Corporate & Investment Banking, Investment Solutions.

BNL, con circa 900 punti vendita in Italia, offre un'ampia gamma di prodotti e servizi da quelli più tradizionali a quelli più innovativi per soddisfare le molteplici esigenze dei propri clienti (privati e famiglie, imprese e pubblica amministrazione).

Cifre chiave del Gruppo:

- 1° società francese in termini di grandezza e 5° nel settore bancario a livello internazionale, 1° istituto bancario nella Zona Euro ('Global 2000 Forbes' 2008)
- Global Bank of the Year 2008 (The Banker magazine)
- 7° marchio bancario internazionale di maggior prestigio (Brand Finance - Febbraio 2009)
- 8° banca più sicura al mondo (Global Finance - febbraio 2009)



Risultati al 30 Settembre 2009:

- Margine d'intermediazione: 8.632 M€
- Risultato lordo di gestione: 4.061 M€
- Utile netto di gruppo: 1.305 M€.



Il Contesto di riferimento

- Le prime operazioni in derivati su tassi d'interesse (Interest rate swaps, interest rate options) nei mercati finanziari hanno avuto luogo nei primi anni '80.
- L'attività si è diffusa presso la clientela imprese solo nella seconda metà degli anni 90, grazie al mutato scenario dei tassi d'interesse ma soprattutto all'ampliamento dei prodotti offerti dagli intermediari;
- In quegli anni si conclusero anche le primissime operazioni da parte degli Enti Territoriali, che hanno fatto ricorso in modo più diffuso a tali strumenti solo nel corrente decennio.

La gestione del debito degli Enti territoriali fino agli anni 2000 è stata caratterizzata da un'attività di "quasi monopolio" della Cassa Depositi e Prestiti e dal ricorso a prodotti molto tradizionali (mutui e finanziamenti per opere pubbliche).

Agli inizi del 2000 gli Enti territoriali detenevano uno stock di debito di ca. 70 miliardi di Euro di cui una parte preponderante con Cassa Depositi e Prestiti e di cui più dell'80% parametrato al tasso fisso con tassi annui che si collocavano in un range compreso fra il 7% e il 9%. Tale situazione si raffrontava con una fase di mercato caratterizzata da tassi di interesse significativamente inferiori e in costante discesa a seguito di uno scenario economico e finanziario più stabile, frutto dell'entrata nell'euro del nostro Paese. Infatti il tasso Interest Rate Swap a 10 anni si attestava intorno al 5% e così anche il rendimento medio lordo dei titoli governativi italiani si attestava intorno al 5%.

Si andava sviluppando quindi una situazione in cui l'onere del debito outstanding degli Enti era superiore ai tassi correnti di mercato e la forbice



tendeva ad ampliarsi considerevolmente. Prima della emanazione della L. 448/2001 l'unica possibilità di ristrutturare l'indebitamento consisteva nella eventuale estinzione anticipata dei mutui (ove ammessa dalla normativa) e la contestuale contrazione di nuovi prestiti ai tassi fissi o variabili pro tempore correnti. Questa soluzione, tuttavia, si presentava assai onerosa in quanto comportava il pagamento di penali di estinzione che, se corrisposte, avrebbero ridotto o annullato il beneficio derivante dal riposizionamento su tassi inferiori attraverso la contrazione di mutui a tassi correnti di mercato¹. Peraltro i tempi di gestione delle trasformazioni dei contratti di mutuo in essere sono normalmente molto lunghi.

In tale contesto è intervenuta la scelta del legislatore di consentire agli Enti Territoriali la possibilità di gestire il proprio indebitamento attraverso strumenti alternativi caratterizzati da elevata flessibilità, quali i contratti di finanza derivata, già da tempo utilizzati nel settore delle imprese e delle istituzioni finanziarie.

Con tali strumenti finanziari, che si perfezionano mediante contratti distinti dai contratti di mutuo sottostanti ma ad esse strettamente collegati, è stata data la possibilità agli Enti di gestire il debito in funzione degli andamenti di mercato e delle aspettative del momento, senza modificare i contratti sottostanti di finanziamento.

¹ Ad esempio, un Ente territoriale che il 31/12/1997 ha stipulato un mutuo con durata 20 anni al tasso fisso del 6,50%, se avesse voluto estinguere anticipatamente detto mutuo il 31/12/2000 (con tassi di mercato a lungo termine più bassi rispetto al tempo in cui il contratto è stato stipulato), avrebbe dovuto corrispondere, secondo la prassi diffusa sul mercato, un indennizzo di estinzione anticipata calcolato sulla base del costo di reimpiego o di sostituzione e pari a ca. il 7,5% del relativo debito residuo.



In presenza delle condizioni strutturali descritte si è quindi manifestata, sempre con più evidenza, la necessità di una gestione attiva dell'indebitamento da parte degli enti territoriali attraverso la rinegoziazione e conversione delle passività (mutui e prestiti obbligazionari) ai sensi della normativa vigente (Art. 41 L. 448/2001), anche per mezzo dell'emissione di prestiti obbligazionari e il ricorso a prodotti più evoluti per gestire in forma più dinamica le passività.

In definitiva sono stati i fattori evolutivi, i cambiamenti normativi e l'oggettiva necessità di contenere l'onerosità dei debiti a indurre progressivamente gli Enti, dal 2001 al 2008, all'utilizzo di strumenti derivati.

Tra il 2001 e il 2008 gli Enti territoriali hanno fatto pertanto ricorso in larga misura a tali strumenti con lo scopo di:

- rimodulare i flussi finanziari, trasformando il regime di tasso del proprio indebitamento;
- gestire i rischi legati alla volatilità dei tassi di interesse;
- cogliere le opportunità di mercato conseguenti a dinamiche ribassiste dei tassi di interesse;
- liberare risorse finanziarie attraverso la ristrutturazione e rimodulazione del debito.

In tema di operatività, l'approccio all'utilizzo dei derivati da parte degli Enti locali si è sostanziato:

- nella selezione di partner bancari attraverso procedure di selezione competitive;
- nella richiesta pressoché sistematica della componente up-front per fronteggiare esigenze stringenti di bilancio;
- nella trasformazione del parametro di tasso dello stock di debito da fisso a variabile per ridurre l'onerosità.



Di fatto, la composizione del debito quasi interamente sbilanciata sul tasso fisso, ha indotto gli Enti locali ad utilizzare, nell'ambito della loro strategia di gestione del debito, gli strumenti finanziari derivati per tentare di ridurre il costo del debito. Le alternative disponibili infatti erano:

- il mantenimento dello stock di debito a tassi fissi molto più alti di quelli correnti nel mercato;
- il passaggio puro e semplice a un tasso variabile o a un tasso fisso più contenuto con la rinegoziazione del contratto di mutuo sottostante ma a costi molto onerosi;
- l'utilizzo di strumenti finanziari derivati per trasformare il regime di tasso e rimodulare i flussi finanziari.

Molti Enti locali hanno scelto questa terza possibilità e in questo modo, in presenza di un andamento dei tassi chiaramente ribassista, hanno tentato di ridurre l'onerosità del debito attraverso un ribilanciamento tra rischio e costo.

Solo in pochi casi, nella nostra esperienza operativa, si è potuto riscontrare l'esigenza di una copertura dal rischio di oscillazione dei tassi di mercato, soddisfatta mediante la trasformazione da un tasso variabile ad un tasso fisso, che in presenza di una curva dei tassi inclinata positivamente, implica la corresponsione di un "premio" quale contropartita alla stabilità degli oneri finanziari.

Le Regioni hanno seguito una strategia fondamentalmente basata sulle ristrutturazioni di una parte delle passività attraverso emissioni obbligazionarie sia domestiche che internazionali optando anche per operazioni *bullet* e utilizzando i *sinking fund*. Tali interventi non sono stati praticati da BNL per precisa scelta gestionale.



L'attività di BNL nel settore della gestione del debito degli Enti territoriali attraverso strumenti di finanza derivata

BNL, in qualità di **Banca commerciale** storicamente molto inserita nel settore delle pubbliche amministrazioni, per rispondere con più efficienza alle evoluzioni finanziarie e alla modernizzazione in atto negli Enti territoriali all'inizio del 2000:

- si è dotata di una struttura organizzativa, produttiva e distributiva esclusivamente dedicata al settore pubblico (ca. 180 risorse);
- ha adottato un approccio commerciale mirato a sviluppare tutte le attività finanziarie di cui un Ente necessita;
- ha rafforzato le proprie competenze specialistiche e il suo know how specifico nel settore in cui risulta essere senza dubbio uno dei leader di mercato più accreditati;
- ha erogato finanziamenti agli Enti pubblici fino ad un importo complessivo di 6 miliardi di Euro.

Per quanto concerne la finanza derivata, BNL, nella consapevolezza che i rischi assunti con l'utilizzo di tali strumenti dipendono dalle modalità con cui vengono strutturate le operazioni e dalle finalità con cui vengono utilizzate, ha stabilito fin dall'inizio dell'operatività che il ricorso agli Swap con controparti pubbliche (e non solo) fosse necessariamente ispirato ad una sana gestione dei rischi dando un significato preciso a tale principio:

- **perseguire l'obiettivo di limitare l'onerosità del debito degli Enti territoriali operando costantemente nei limiti posti dalla normativa tempo per tempo vigente;**



- **elaborare le strutture dei derivati con un approccio prudenziale combinando le componenti degli interventi (up-front, soglie, spread) in modo tale da mantenere un sano ed equilibrato profilo di rischio delle operazioni nel tempo e per ottenere - in presenza di scenari di mercato probabili - effettivi vantaggi economici in favore degli Enti.**

Di conseguenza dall'inizio dell'operatività in derivati BNL è risultata uno dei principali *partners* delle pubbliche amministrazioni prescelto dagli Enti territoriali nel percorso di gestione del loro indebitamento.

BNL ha avviato la propria attività in tale settore - dotandosi di una procedura interna imperniata sull'applicazione sistematica della normativa tempo per tempo vigente in materia - per soddisfare la progressiva crescita della domanda di tali prodotti da parte degli Enti territoriali indotta da una normativa favorevole al loro utilizzo e da una necessità di gestire con maggiore efficienza il proprio debito.



Il quadro normativo all'interno del quale la Banca ha operato è sinteticamente il seguente:

PROVVEDIMENTO

DISPOSIZIONE

***Decreto Ministero del Tesoro
420/1996***

Prescrizione dell'obbligo di copertura del rischio di cambio connesso alle emissioni obbligazionarie in valuta mediante swap di tasso di cambio.

***L. 488/2001, art. 41 (Finanziaria
per il 2002)***

- Autorizzazione all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali e rinvio al MEF per la regolamentazione dell'utilizzo degli strumenti derivati da parte degli enti territoriali;
- Possibilità per gli enti territoriali di emettere titoli obbligazionari con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione al momento dell'emissione, di un fondo di ammortamento del debito (c.d. sinking fund) o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito;
- Rinegoziazione e conversione delle passività contratte post 1996 dagli enti territoriali.

***D.M. MEF 389/2003 (applicabile
alle sole operazioni derivate
effettuate successivamente alla
data di entrata in vigore del 4
febbraio 2004)***

- Prescrizione dell'obbligo per gli enti territoriali di:
 - comunicazione periodica al MEF delle operazioni derivate e delle operazioni di cartolarizzazione concluse;
 - comunicazione preventiva al MEF, e ove per competenza anche al CICR, delle operazioni di cartolarizzazione in preparazione di importo pari o superiore a Euro 100 milioni;
- Introduzione di norme relative all'utilizzo dei sinking fund;
- Individuazione delle tipologie di operazioni derivate ammesse (IRS, FRA, Cap e Collar);
- Determinazione del limite del premio da regolare al momento del perfezionamento dell'operazione (c.d. up front) pari all'1% del nozionale della sottostante passività.
- Introduzione del principio generale per il quale le operazioni derivate sono consentite esclusivamente in corrispondenza di passività effettivamente dovute;
- Introduzione di disposizioni relative al merito di credito degli intermediari controparte e alla concentrazione delle operazioni con le singole controparti.



PROVVEDIMENTO

DISPOSIZIONE

***Circolare Esplicativa MEF del
27 maggio 2004***

Precisazioni relative alla tipologia delle operazioni derivate ammesse ed al loro utilizzo ed all'up front.

Introduzione del principio che "nessun derivato è configurabile come una passività".

Precisazioni relative al merito di credito degli intermediari controparte (rating internazionale non inferiore a BBB) e alla concentrazione delle operazioni con le singole controparti.

***L. 296/2006
(Finanziaria per il 2007)***

- Ulteriore precisazione del principio per il quale le operazioni di gestione del debito tramite utilizzo di strumenti derivati da parte degli enti territoriali devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito ed alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato;

- Prescrizione dell'obbligo di comunicazione preventiva dei contratti di strumenti finanziari derivati al MEF.

***L. 244/2007
(Finanziaria per il 2008)***

Assunzione di responsabilità degli amministratori degli enti che attestano la piena coscienza dei rischi e delle caratteristiche dei derivati sottoscritti; nota al bilancio degli enti con indicazione dei flussi differenziali, dei flussi potenziali, del mark to market.

L. 133/2008, art. 62

Divieto di stipula di contratti su strumenti finanziari derivati fino all'emanazione di un regolamento da emanare a cura del MEF;

Divieto di emissione di titoli obbligazionari o altre passività con rimborso del capitale con un'unica soluzione alla scadenza.

***L. 203/2008
(Finanziaria per il 2009)***

Conferma dei divieti introdotti dalla Legge 133/2008, fermo restando la possibilità di ristrutturazione dei derivati in essere a seguito di modifica della passività sottostante i derivati stessi;

Esplicita abrogazione delle disposizioni relative alla conclusione di swap di ammortamento e fondi di ammortamento relativi a passività con rimborso bullet.



La policy adottata da BNL per disciplinare la vendita dei prodotti agli enti territoriali

L'attività su strumenti finanziari derivati con Enti territoriali è svolta con finalità di equilibrio, secondo criteri di trasparenza e prudenza sulla base, tra l'altro, delle prescrizioni del proprio Codice etico.

Coerentemente con tali principi la negoziazione degli strumenti finanziari derivati è assistita da un Contratto Quadro appositamente elaborato e dalla consegna di una informativa organica che include informazioni generali sui prodotti e, per le sue specifiche operazioni, la configurazione di scenari alternativi.

Gli strumenti finanziari derivati con gli Enti territoriali devono assicurare la massima coerenza tra la finalità delle singole operazioni e gli obiettivi di investimento che la legge attribuisce all'Ente.

Il "catalogo prodotti" di finanza derivata per Enti Locali e Territoriali di BNL è composto da tipologie di strumenti coerenti con la normativa vigente e verificati da un apposito Comitato interno.

BNL, nella strutturazione e vendita di prodotti derivati, si attiene altresì a specifiche proprie linee guida disciplinate da una normativa così definita:

- **le operazioni di finanza derivata sono impostate con modalità tali da presentare un profilo di rischio contenuto al fine di preservare gli equilibri economici e finanziari degli Enti;**



- **le varie componenti delle operazioni sono calibrate in modo da mantenere un sano ed equilibrato profilo degli interventi lungo la loro intera durata;**
- **l'indicizzazione a parametri monetari di riferimento appartenenti all'area dei Paesi del Gruppo dei Sette più industrializzati, ma esterni all'area dell'Euro, ancorché consentita, viene evitata per effetto dell'ampliamento dei livelli di rischio che tali impostazioni delle strutture possono determinare;**
- **non è prevista né l'erogazione di finanziamenti bullet né operazioni di sinking fund;**
- **le operazioni di swap di capitale non sono di regola trattate.**

In attuazione della normativa MiFID, inoltre, BNL ha differenziato il proprio portafoglio prodotti destinato agli Enti Locali e Territoriali in base al livello di conoscenze ed esperienze da questi dichiarato ai sensi della direttiva europea MiFID, emanata a tutela degli investitori.

I prodotti derivati attualmente previsti nel catalogo della Banca sono strutture semplici di copertura dei tassi di interesse: IRS, IRS con Cap, IRS con Collar, Acquisto di Cap, Acquisto di Collar.

L'aggiornamento del catalogo dei prodotti dedicati agli enti territoriali nel corso degli anni ha seguito da vicino l'evoluzione della normativa di riferimento del settore.

I prodotti derivati negoziati hanno avuto come obiettivi:

- la copertura del rischio di tasso,



- la rimodulazione dei flussi finanziari degli enti,
- la riduzione dell'onerosità del debito.

BNL, in qualità di banca commerciale da sempre vicina alle esigenze degli Enti territoriali:

- ha negoziato solo prodotti conformi alla normativa tempo per tempo vigente;
- ha sempre correlato gli interventi alle passività sottostanti;
- ha sempre fatto corrispondere la durata degli interventi alla durata del debito sottostante;
- ha sempre corrisposto l'up-front nei limiti previsti dalla normativa vigente e solo per rispondere alle richieste specifiche degli Enti;
- non ha mai rinegoziato i contratti per motivi speculativi ma solo per adattarli alle esigenze specifiche degli enti: a) modifiche nella composizione quantitativa e di struttura delle passività sottostanti, in linea con la previsione normativa – D.M. 389 art. 3 comma 2 lettera f, che prescrive una corrispondenza fra i flussi di interesse ricevuti dagli Enti nelle operazioni di swap e quelli pagati dagli enti sulle passività sottostanti e in linea con principi di sana gestione finanziaria; b) adeguamento ai mutamenti degli scenari di mercato;
- **ancorché consentiti dalla normativa, non ha mai utilizzato nei suoi derivati parametri di tasso di interesse relativi a divise diverse dall'Euro;**
- **non ha mai erogato finanziamenti bullet o partecipato a collocamenti obbligazionari bullet e gestito sinking fund;**



- ha sempre seguito le procedure previste dalla normativa vigente nella negoziazione dei prodotti (Testo Unico Finanza e Reg. Consob 16190/2007);
- ha sempre provveduto, in linea con le regole di sana gestione finanziaria e con le prescrizioni del proprio Organo di Vigilanza, ad effettuare sui mercati finanziari le coperture necessarie per neutralizzare al massimo la propria posizione dagli effetti finanziari conseguenti ai contratti conclusi stabilendo in tal modo una totale neutralità di BNL rispetto all'andamento dei flussi di cassa del derivato venduto;
- nei casi di trasformazione dei tassi da fissi a variabili, ha incluso nella propria policy la previsione obbligatoria che consiste nel fissare un limite massimo al livello di tasso a carico degli Enti introducendo elementi nelle strutture (Cap) tali da non esporre gli stessi a rischi incontrollati;
- **non ha mai riconosciuto incentivi o bonus alla rete commerciale per la vendita di strumenti finanziari derivati;**
- tutte le operazioni sono state strutturate a livello centrale e, al fine di assicurare una conformità di comportamento su tutto il territorio nazionale, le attività deliberative sono state interamente centralizzate;
- **non ha mai utilizzato consulenti esterni o reti terze per favorire la penetrazione commerciale sugli Enti territoriali per la vendita di prodotti derivati;**
- ha sempre esplicitato le condizioni economiche dei contratti perfezionati in conformità alle norme e prassi vigenti sui mercati.



Il pricing

Il pricing delle operazioni di finanza derivata viene determinato sulla base delle procedure operative che costituiscono lo standard del Gruppo BNP Paribas in tutti i Paesi in cui è presente e di un sistema di norme interne poste a presidio delle politiche di *pricing*.

Tali procedure operative prevedono che la determinazione del *pricing* complessivo avvenga in considerazione di diversi fattori, **tra i quali il livello del rischio di credito associato al singolo cliente ed il rischio di mercato relativo al singolo prodotto**. Detti fattori sono incorporati nella formazione del prodotto secondo parametri predefiniti, disciplinati dalla normativa interna descritta di seguito.

Per prezzo del prodotto si intende il valore di mercato della struttura (comprensivo della componente necessariamente applicata per la determinazione del prezzo effettivo dello strumento finanziario) come negoziabile dalla Banca sul mercato all'ingrosso, più il margine applicato dalla Banca stessa.

L'applicazione del margine della Banca (inteso come margine sul valore di mercato della struttura sussistente nel momento del perfezionamento della transazione, destinato alla remunerazione dell'attività commerciale della Banca stessa, del capitale assorbito e dei vari fattori di costo e di rischio da essa sostenuti) è regolamentata in relazione allo standing e alla tipologia della controparte, alla durata effettiva del contratto di finanza derivata ed al livello di complessità dell'operazione.



Tuttavia è espressamente prescritto che il margine applicato sia comunque tale da consentire l'elaborazione di interventi con profilo di rischio contenuto preservando in tal modo gli equilibri economici e finanziari degli enti lungo l'intera durata delle operazioni di finanza derivata perfezionata.

Il pricing delle operazioni è esplicitato attraverso le componenti dell'operazione stessa (livello del cap, livello del floor, livello dello spread), analogamente a quanto avviene nella corrente "market practice" internazionale.

La politica di pricing della Banca prevede, per i prodotti derivati su tassi di interesse, l'applicazione di un margine calcolato in termini percentuali sul capitale nozionale di riferimento dell'operazione e variabile in funzione della durata dell'operazione, del merito creditizio della controparte e delle caratteristiche della struttura.

Occorre precisare che il margine in argomento non viene percepito in forma commissionale ed è stato esplicitato nelle componenti del derivato venduto (soglie e spread), con valori che si collocano al di sotto degli standards di mercato.

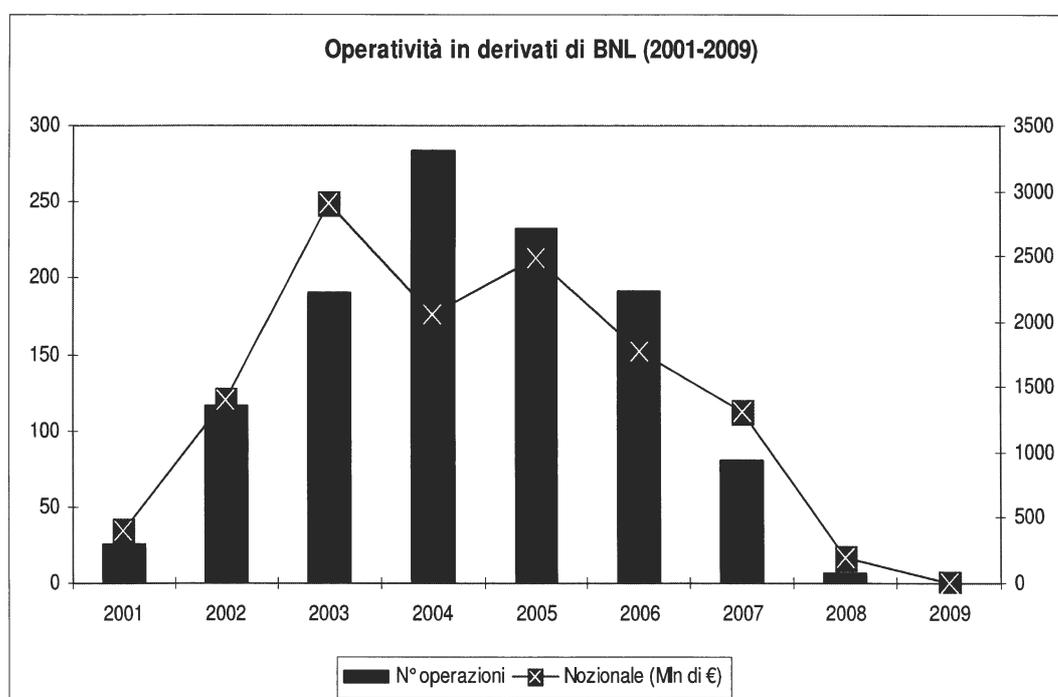
Fino a marzo 2009, la normativa vigente non indicava altre modalità di esplicitazione del margine oltre a quelle riportate nella documentazione contrattuale (soglie e spread).



L'attività di BNL: i dati

BNL ha perfezionato dal 2001 ad oggi ca. 1.100 operazioni di finanza derivata con 494 Enti territoriali riferite sia a nuovi interventi che a interventi di rinegoziazione di precedenti posizioni.

L'operatività maggiore è stata registrata nel 2004 e nel 2005 in concomitanza con dinamiche fortemente ribassiste dei tassi di interesse.





L'operatività si è sviluppata con un'intensità strettamente correlata alla dinamica ribassista dei tassi di interesse.

In presenza di tali condizioni gli Enti territoriali hanno deciso di modificare la propria "combinazione" del costo dell'indebitamento, per lo più ancorato al tasso fisso, riposizionandosi sul tasso variabile.

Tale riposizionamento ha consentito alle controparti di ricevere complessivamente negli anni notevoli benefici in termini di differenziali positivi incassati contribuendo così a ridurre in misura considerevole il livello complessivo del costo dell'indebitamento.

Al 31 ottobre 2009 i dati sulle operazioni in essere si sono ridotti nei seguenti termini:

Contratti: 469 – Controparti: 337 – Nozionale di riferimento: inferiore a 3,8mld.



Effetti prodotti dall'attività di BNL sui bilanci degli Enti territoriali

Gli Enti Territoriali che hanno perfezionato contratti di finanza derivata con **BNL** hanno avuto un beneficio netto (differenza fra flussi di cassa positivi e flussi negativi) che dal 2001 al 30 giugno scorso ammontava a 114 milioni di Euro.

| L'impatto positivo sui bilanci degli Enti territoriali (30/6/2009) | | |
|---|--------------------|-----------------------------------|
| | Numero Enti | Flussi di cassa (Mln di €) |
| Flussi di cassa netti positivi | 421 | + 141 |
| Flussi di cassa netti negativi | 73 | - 27 |
| Totale | 494 | + 114 |

Relativamente agli enti per i quali si sono registrati flussi di pagamento superiori ai benefici, si tratta nella maggior parte dei casi di posizioni con riferimento alle quali le controparti avevano optato per una gestione del proprio indebitamento volta alla riduzione del rischio (passaggio da tasso variabile a tasso fisso) piuttosto che alla riduzione dei costi (passaggio da tasso fisso a tasso variabile).

Infatti, dei flussi netti negativi:

- ca. 18 dei 27 milioni di Euro sono relativi a posizioni di passaggio da tasso variabile a tasso fisso il cui effetto era sostanzialmente previsto in origine;
- ca. 6 dei 27 milioni di Euro si riferiscono a flussi di pagamento per sterilizzare l'effetto di operazioni in derivati pregresse contratte con altre banche;



- soltanto una parte assai modesta (meno di 3 milioni di Euro) si è verificata su operazioni di passaggio da tasso fisso a tasso variabile, le quali, a causa di una significativa divergenza fra l'andamento effettivo del parametro sottostante e quello ipotizzato in sede di costruzione delle operazioni, non hanno risposto alle aspettative.

Lo scambio di flussi che avverrà entro il 31 dicembre del corrente anno determinerà ulteriori effetti positivi per un elevato numero di Enti territoriali.

Degli Enti territoriali per i quali sono già stati fissati i differenziali, 276 riceveranno flussi di cassa positivi, mentre per 36 controparti matureranno flussi di cassa negativi.



Occorre sottolineare che i flussi di cassa positivi incassati dagli enti territoriali nel corso del tempo hanno oggi un valore finanziario ben superiore.

Infatti se tali enti anziché beneficiare di flussi di cassa positivi ed up front ottenuti attraverso i derivati avessero attinto tali risorse attraverso finanziamenti, avrebbero dovuto corrispondere un tasso di remunerazione.

Analizzando quindi i valori in termini finanziari, se attualizziamo tali flussi utilizzando un approccio prudenziale, il valore attuale dei ca. 114 milioni di Euro corrisponderebbe ad un ammontare di ca. Euro 145 milioni².

A seguito del blocco dei derivati introdotto con il D.L. 112/2008, BNL, considerata l'eccezionalità della situazione e le difficoltà di molte amministrazioni, ha valutato positivamente le richieste degli enti di dilazionare il pagamento dei differenziali dovuti per andare incontro alle loro esigenze finanziarie, senza alcun addebito di interessi.

Alcuni enti, inoltre, hanno richiesto di sospendere il pagamento dei flussi di cassa negativi ed utilizzare per il pagamento dei differenziali negativi i flussi positivi maturati a loro favore, o in corso di maturazione alle prossime scadenze e, in presenza di tali presupposti, BNL ha sempre accolto tali richieste.

² La valorizzazione teorica al 30/09 dei flussi di cassa maturati (positivi e negativi) è avvenuta stimando i relativi interessi composti sulla base del tasso medio annuo dei BTP quinquennali. I tassi utilizzati sono quelli medi annui rilevati nell'anno di maturazione del flusso e relativi alla durata intercorrente tra il 30/6 (assunzione teorica) di quell'anno ed il 30/9/2009.



Le estinzioni anticipate delle operazioni

Dal 2001 ad oggi, su richiesta degli Enti territoriali, sono state estinte anticipatamente, 213 operazioni di finanza derivata, relativamente a 177 controparti.

Delle 213 estinzioni anticipate, 55 si riferiscono ad operazioni estinte anticipatamente all'entrata in vigore del blocco normativo sancito con il D.L. 112/2008; tra queste, 51 Enti territoriali hanno realizzato flussi di cassa positivi per un ammontare totale pari a quasi Euro 21 milioni.

Dall'entrata in vigore del blocco e fino al 31 ottobre 2009 sono state estinte anticipatamente, su richiesta degli Enti, un totale di 145 operazioni riferite a 122 controparti pubbliche con un nozionale di riferimento di ca. Euro 914 milioni.

Delle 122 controparti che hanno estinto anticipatamente i loro contratti dopo il blocco normativo e fino al 31 ottobre 2009, 101 (82,8%) hanno ottenuto flussi di cassa netti positivi dall'operatività in derivati con BNL per un totale di circa 23 milioni di Euro.

Tra questi, 7 Enti territoriali hanno ricevuto flussi di cassa positivi superiori a 1 milione di Euro.

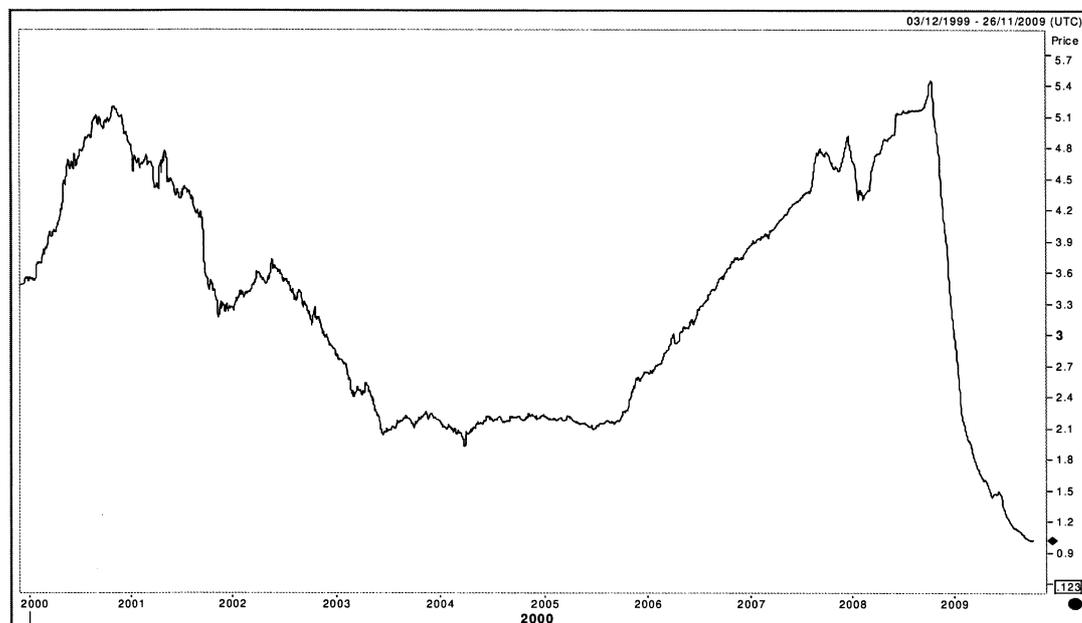


Le criticità emerse nel 2007 e 2008

A partire dalla fine del 2005 si è registrata l'inizio di una dinamica rialzista dei tassi che è risultata particolarmente accentuata nel periodo 2007-2008, culminata nell'autunno del 2008 con tassi a breve (Euribor 6 mesi) attestati al 5,30%.

Nella sua prima fase (seconda metà del 2007), la crisi finanziaria ha avuto un duplice impatto sul livello dei tassi di interesse, da un lato prolungandone il ciclo di rialzo, già avviato dal 2006, dall'altro aumentando la percezione del rischio anche sullo stesso mercato interbancario, portando quindi i tassi Euribor a lievitare anche a seguito della forte riduzione di interscambio sul mercato dei depositi interbancari.

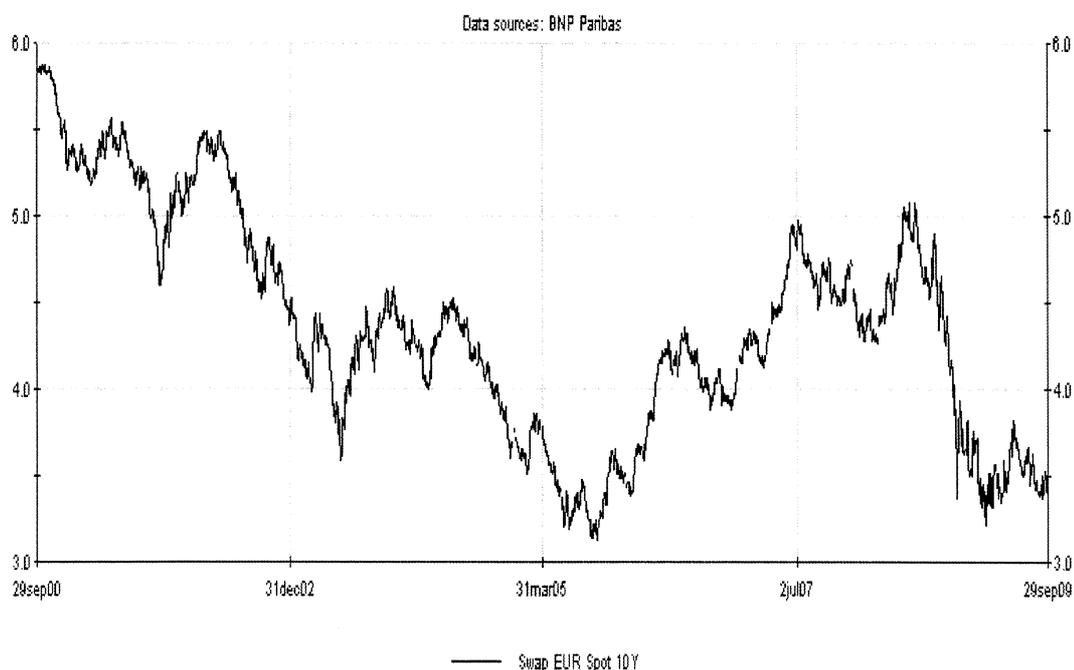
Il grafico che segue riporta l'andamento del tasso Euribor a 6 mesi, a cui è parametrata la quasi totalità delle operazioni di finanza derivata effettuate da BNL.





Anche sui tassi a lungo termine si sono verificate delle tensioni, di intensità meno violenta, ma di durata altrettanto prolungata, come si può vedere nel grafico che segue, relativo al tasso swap a 10 anni, il cui andamento può considerarsi rappresentativo di tutta la parte della “curva dei tassi” relativa alle scadenze più lunghe.

Occorre evidenziare che sono i tassi di interesse sulle scadenze più lunghe ad avere il maggior impatto sulla determinazione dei valori di mercato (mark to market) delle operazioni di finanza derivata degli Enti Locali, che hanno tipicamente una scadenza lunga in quanto associate a debiti con scadenze altrettanto, se non di più, remote.





Sull'attività in derivati in genere e su quella inerente gli Enti territoriali in particolare, gli aspetti che hanno costituito maggiormente oggetto di osservazioni critiche sono stati:

- l'Up-front;
- i c.d. "costi impliciti";
- la classificazione della controparte;
- il mark to market;
- la contestualità del ruolo di advisor e di controparte;
- la connotazione "speculativa" associata a tutti i derivati.



Up-front

L'Up-front è in pratica l'attualizzazione di una parte dei benefici che la struttura del derivato prospetta e rappresenta una componente che se utilizzata razionalmente non provoca disequilibri finanziari futuri o appesantimenti tali da compromettere il risultato dell'intervento e cioè contenimento dell'onerosità del debito come oggettivamente dimostrato dall'esperienza pratica di BNL.

Tale componente non è stata creata e utilizzata specificatamente per gli Enti territoriali ma è normalmente utilizzata in tutto il mondo finanziario che tratta derivati.

Sulla base della nostra esperienza, peraltro, abbiamo sperimentato che gli enti territoriali individuavano con frequenza l'intermediario finanziario tramite procedure selettive nelle quali, in molti casi, uno degli elementi necessari alla finalizzazione dell'operazione era relativo alla misura del valore dell'up front che la Banca avrebbe versato all'Ente al perfezionamento del contratto.



I c.d. “Costi impliciti”

Il margine applicato, rappresenta una forma di copertura dei vari fattori di costo, commerciali, organizzativi ed operativi, e di rischio, incluso il rischio di credito, ossia la probabilità che la controparte non ottemperi alle proprie obbligazioni, sostenuti dalla Banca per addivenire al perfezionamento dell'operazione, oltre che della remunerazione del capitale convenzionalmente utilizzato in relazione alle operazioni in esame ai sensi della normativa di vigilanza.

L'attività in derivati per gli Enti territoriali comporta i seguenti costi di gestione:

- una struttura completamente dedicata alla strutturazione dei prodotti di finanza derivata per il settore pubblico in quanto gli stessi non possono essere standardizzati ma vanno strutturati e calibrati caso per caso in funzione della composizione del debito dell'ente;
- una struttura commerciale specializzata per gestire tutto lo sviluppo della relazione con l'ente sull'intero territorio nazionale e tutte le fasi dell'istruttoria tecnica e creditizia;
- una struttura creditizia dedicata alla valutazione del merito di credito degli Enti;
- una struttura di back office per gestire la documentazione contrattuale, la contabilità e tutti gli altri aspetti connessi all'attività.

Da un confronto delle condizioni offerte dalle banche per la medesima operazione, l'Ente può valutare con quale intermediario risulta più conveniente stipulare il contratto. E' lo stesso tipo di valutazione, basata sul prezzo finito, che avviene relativamente a qualsiasi altro prodotto finanziario. E' normale che Banche diverse, a fronte della stessa tipologia



di prodotto, possano essere in grado di offrire allo stesso Ente Locale prezzi diversi e, a fronte dello stesso prezzo, possano registrare margini di intermediazione diversi. Il margine applicato è funzione delle specificità di ciascuna Banca e al minor margine applicato non corrisponde necessariamente il miglior prezzo finito per il cliente. Ma il confronto, evidentemente, non può che essere basato su quest'ultimo.

Non sussistono, pertanto, componenti ulteriori di costo oltre a quelle indicate nella documentazione contrattuale; gli Enti erano quindi in condizione di confrontare le componenti citate, valutando la convenienza delle varie offerte.

Inoltre i margini applicati dalla Banca non sono da considerarsi ricavi certi per le seguenti ragioni:

- non può sussistere una corrispondenza né temporale né di struttura tra derivati venduti al cliente e le operazioni di ricollocamento sul mercato degli stessi; BNL pertanto nella propria attività di vendita applica margini assumendo contestualmente rischi che possono generare utili o perdite in funzione dei mutamenti (anche repentini) del mercato;
- non è certo il pagamento dei flussi da parte degli Enti e tale certezza può essere verificata soltanto ex post e cioè all'atto della estinzione naturale o anticipata dei contratti.

Occorre precisare inoltre che:

- **nelle operazioni di finanza derivata le banche di norma svolgono un ruolo di intermediario sul mercato, assumendo dei rischi; la attività consiste, quindi, in un trading di prodotti derivati sul mercato;**



- **i risultati di questa attività possono concretizzarsi in utili o perdite e derivano dall'efficacia con cui viene sviluppato il trading e di conseguenza dalla capacità dei traders di saper cogliere il momento migliore per realizzare profitti;**
- **pertanto non esiste alcuna correlazione tra gli effetti finanziari futuri che il derivato detenuto dagli Enti territoriali determinerà e gli utili o le perdite che le banche (così anche BNL) realizzano su questi prodotti.**



La classificazione della controparte

Fino al novembre 2007 (Normativa MiFID), non esisteva una normativa specifica inerente la classificazione delle controparti pubbliche nell'attività di negoziazione di strumenti finanziari derivati.

Anche prima di tale data, BNL ha sempre operato nel rispetto dei principi generali di comportamento previsti nel TUF (D.Lgs. 58/98), quale il dovere di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti nella fase pre-contrattuale e nelle successive fasi di conclusione formazione ed esecuzione del contratto.

BNL di conseguenza ha negoziato prodotti derivati il cui livello di complessità era in linea con le competenze e l'esperienza e conoscenza della controparte³.

Dal 1° novembre 2007 è stata recepita nell'ordinamento italiano la nuova direttiva europea sui servizi di investimento, la cosiddetta Direttiva MiFID (Market in Financial Instruments Directive), con l'obiettivo di garantire una ancora maggiore tutela e trasparenza nei confronti degli investitori e di consentire scelte consapevoli in materia di investimenti in strumenti finanziari.

La Banca ha, quindi, proceduto all'esecuzione degli ordini della clientela, aventi ad oggetto strumenti finanziari, solo in seguito alla consegna e presa visione della documentazione informativa prevista dalla nuova normativa, alla determinazione del profilo di investimento del Cliente ed all'accettazione dei

³ Art. 31 co. 2 Reg. Consob n° 11522/1998 "Per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, [...], nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante".



termini nel nuovo Contratto Unico (contenente la completa disciplina del rapporto banca/cliente per la prestazione dei servizi di investimento).

Per quanto concerne la classificazione dei Clienti, dalla quale discende il livello di protezione a loro riservato in termini di informativa e di presidi di correttezza applicabili, **con la MiFID è entrata in vigore la classificazione in Clienti Professionali ed al Dettaglio, che sostituisce la precedente suddivisione in Operatori qualificati e non qualificati, con la quale non sussiste però corrispondenza** (ad esempio, il vecchio status di operatore qualificato poteva essere attestato dall'Ente mentre la nuova classificazione come Cliente Professionale di diritto deve derivare da requisiti oggettivi determinati in normativa).

La definizione dei criteri per attribuire ai singoli Enti la nuova classificazione (dettaglio o professionale) è stata devoluta dal legislatore al MEF perché provvedesse con apposito provvedimento (del quale – allo stato - è circolata soltanto una bozza per la consultazione con gli intermediari).

La Banca, in un'ottica di assicurare la maggior tutela agli Enti, ha comunque applicato le indicazioni della disciplina in corso di approvazione classificando come Cliente al dettaglio tutti gli Enti Locali (compresi i Comuni di grandi dimensioni e/o con emissioni di titoli propri) e riservando lo status di Cliente professionale alle sole Regioni (salva la facoltà prevista in normativa per tutti i clienti professionali di essere classificati come Cliente al dettaglio al fine di ottenere maggior protezione).



Mark to market

Il mark to market⁴ rappresenta il valore di mercato che una delle due parti deve pagare all'altra qualora decida di estinguere anticipatamente l'operazione. Quando questa giunge alla sua scadenza naturale il mark to market è pari a zero.

Esso non può essere identificato come una "perdita" subita sull'operazione di finanza derivata per la controparte (Ente territoriale o Banca), per il valore per cui risulta negativo sia in quanto è un valore teorico suscettibile di variazioni anche ampie e repentine sia in quanto occorre tener conto delle altre componenti del derivato: flussi positivi incassati dagli Enti territoriali in termini di flussi differenziali e up – front.

Tutti i prodotti finanziari a medio lungo termine, al pari dei contratti derivati, hanno un valore di mercato che è influenzato principalmente dalle oscillazioni dei tassi di interesse.

⁴ Il valore del mark to market delle operazioni di finanza derivata è in generale funzione del livello dei tassi di interesse espresso su tutte le scadenze finanziarie comprese nella "curva dei tassi" fino all'orizzonte temporale corrispondente alla durata residua dell'operazione. Nelle operazioni in cui sono presenti opzioni, allora su tale valore incide anche il livello della cosiddetta "volatilità" dei tassi di interesse, cioè l'attitudine dei parametri finanziari utilizzati per l'operazione (tipicamente l'euribor a 6 mesi) a registrare oscillazioni più o meno elevate.



Contestualità del ruolo di Advisor e di controparte

BNL, tranne rare eccezioni, non ha svolto un ruolo di Advisor secondo i dettami contrattuali generalmente previsti per il ruolo di Advisor Finanziario; bensì una semplice assistenza e monitoraggio finalizzato alla gestione attiva del debito, non supportato da alcuna previsione contrattuale.

Nello schema di collaborazione tra BNL ed Enti territoriali, tipicamente l'attività di BNL consisteva nell'analisi del debito sottostante e nella formulazione di proposte operative di gestione attiva del debito tramite strumenti derivati; contestualmente, di norma, l'Ente valutava anche le proposte di altre controparti bancarie disponibili ad effettuare la medesima tipologia di operazione.



Connotazione “speculativa” associata a tutti gli strumenti finanziari derivati

Le operazioni in derivati perfezionate da BNL con le pubbliche amministrazioni locali risultano costruite all'interno di uno specifico quadro normativo e debbono essere necessariamente applicate ad una passività effettivamente esistente e pertanto non possono per loro natura e caratteristiche rivestire finalità “speculative”.

Come riportato nell'Audizione dell'ABI⁵ infatti non si può definire “speculazione” una scelta operata tra tasso fisso e tasso variabile nell'ambito di una gestione attiva del debito; entrambe le scelte sono legittime e le norme al riguardo sono neutrali, non incentivando o raccomandando l'una o l'altra scelta; con il derivato, peraltro, possono essere scelte anche posizioni intermedie.

⁵ Audizione dell'ABI alla VI Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica nell'ambito dell'“Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni” del 1 aprile 2009.



Conclusioni

- La finanza derivata per gli Enti territoriali può essere molto utile a gestire il debito sia per rimodulare i flussi finanziari che per conseguire riduzioni degli oneri finanziari.
- Tale situazione è riscontrata in termini quantitativi dalla nostra esperienza pratica, maturata nell'arco di quasi un decennio e comprensiva anche di periodi connotati da forti tensioni sui tassi di interesse.
- L'utilizzo degli strumenti finanziari derivati deve comunque essere effettuato nel rispetto delle logiche di prudenza e dei principi di equilibrio in precedenza esposti.

Infine, ci preme cogliere l'occasione per esprimere le nostre valutazioni su alcuni aspetti qualificanti degli strumenti finanziari derivati per gli Enti territoriali:

- **i derivati in questione non sono una scommessa, ma rappresentano una possibilità, flessibile, di gestione dell'indebitamento per la riduzione degli oneri o del rischio associato all'indebitamento stesso;**
- **non rappresentano operazioni speculative per definizione, in quanto se utilizzate correttamente sono tecnicamente strumenti di copertura;**
- **non sono per definizione prodotti ad alta complessità; le strutture trattate da BNL non richiedono gradi di conoscenza elevati;**



- non corrisponde alle nostre esperienze il fatto che il c.d. "up-front" sia stato utilizzato quale incentivo alla negoziazione delle operazioni di finanza derivata;
- l'up-front non ha rappresentato, sempre secondo l'esperienza della Banca, una forma di anticipazione finanziaria (un debito) tale da generare necessariamente appesantimenti prospettici delle strutture;
- le rinegoziazioni sono state di norma effettuate perché resesi indispensabili allo scopo di mantenere la finalità di copertura dello strumento derivato in presenza di variazioni delle passività sottostanti; nessuna rinegoziazione ha perseguito la finalità di procrastinare nel tempo eventuali oneri maturati a carico degli Enti;
- tutte le categorie di Enti territoriali, compresi i piccoli Enti locali, hanno ottenuto complessivamente flussi di cassa positivi dall'operatività in derivati con la nostra Banca; solo un numero limitato di Enti non è riuscito finora a realizzare le aspettative.



Le Cartolarizzazioni

Il quadro normativo

| |
|----------------------|
| PROVVEDIMENTO |
|----------------------|

| |
|---------------------|
| DISPOSIZIONE |
|---------------------|

L. 130/1999

Inquadramento generale su operazioni standard di cartolarizzazione per il mercato italiano con costituzione di uno Special Purpose Vehicle (SPV), una Srl, che effettua l'acquisto degli attivi oggetto dell'operazione mediante l'emissione di titoli o la contrazione di prestiti.

D.L. 351/2001, convertito con Legge n. 410/2001

Ha esteso l'applicabilità dei processi delle cartolarizzazioni ai proventi derivanti dalla dismissione del patrimonio immobiliare dello Stato e degli altri Enti Pubblici

Art. 84 Legge 289/002 (Legge Finanziaria 2003)

Estensione alle Regioni, alle Province, ai Comuni e agli altri enti locali della possibilità di realizzare operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione dei rispettivi patrimoni immobiliari.

L. 296/2006 (Finanziaria per il 2007)

Comma 739: ha chiarito il trattamento contabile secondo il SEC95 delle operazioni di cessione e di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti vantati da fornitori di beni e servizi alle ASL, in base alle quali le regioni si impegnano mediante l'emissione di una nuova delegazione di pagamento, derivante dalla ristrutturazione dei flussi finanziari rivenienti dai piani di ammortamento che da detti accordi scaturiscono. Eurostat, in tale comunicazione, ha chiarito che l'emissione di una nuova delegazione di pagamento, congiuntamente alla ridefinizione temporale dei flussi di pagamento, rappresenta una sostanziale novazione della passività originaria, che produce il cambiamento di natura della stessa da debito commerciale in debito finanziario, aumentando il livello complessivo di debito dell'ente.

Pronuncia Eurostat marzo 2007

Nuove regole applicabili alle operazioni di cartolarizzazione ai fini della esclusione dalla determinazione del debito: divieto di cartolarizzare crediti fiscali, assenza di prezzo differito, assenza di clausole di sostituzione degli asset, divieto di compensazioni ex post.



BNL ha perfezionato alcune operazioni di cartolarizzazione in favore di soggetti appartenenti alla Pubblica Amministrazione.

In particolare sono state poste in essere 4 operazioni per controparti quali il Ministero dell'Economia delle Finanze e 2 Regioni (Lazio e Liguria).

In particolare per il MEF sono state poste in essere, congiuntamente ad altre banche, le seguenti operazioni:

1) Cartolarizzazione dei proventi del gioco del lotto e delle lotterie, anno 2001, ammontare complessivo Euro 3 miliardi, con costituzione di un veicolo ex Legge 130/99 finanziatosi con titoli obbligazionari collocati presso investitori istituzionali. L'operazione è stata organizzata, con quote paritetiche, da: BNL, Banca Intesa, Schroeder Salomon Smith Barney e UBS.

2) Cartolarizzazione Immobili Pubblici – SCIP 2, anno 2002, ammontare complessivo Euro 6,6 miliardi circa, cessionari 7 enti previdenziali ed il Governo, con costituzione di un veicolo ex Legge 130/99 finanziatosi con titoli obbligazionari collocati presso investitori istituzionali. L'operazione è stata organizzata, con quote paritetiche, da: BNL, ABN Amro, JP Morgan e Schroeder Salomon Smith Barney.

In favore delle Regioni sono state poste in essere le seguenti operazioni:

1) Cartolarizzazione delle quote del Fondo Lazio, anno 2004, ammontare complessivo Euro 150 milioni, attivo sottostante costituito da immobili residenziali delle ASL della Regione Lazio, con costituzione di un veicolo ex Legge 130/99 finanziatosi con titoli obbligazionari collocati presso investitori istituzionali; L'operazione è stata organizzata da: BNL e i relativi titoli obbligazionari sono stati collocati sul mercato da BNL e JP Morgan.



2) Cartolarizzazione degli ex ospedali psichiatrici delle ASL della Regione Liguria, anno 2007, ammontare Euro 137 milioni, con costituzione di un veicolo ex Legge 130/99 finanziatosi con una linea di credito erogata dalla BNL SpA.



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

Divisione Corporate
Pubblica Amministrazione

Spett.le
VI Commissione Finanze e Tesoro
del Senato della Repubblica

c.a. del Presidente On. Mario Baldassarri

Roma, 15 dicembre 2009

Oggetto: *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni.*

Onorevoli Senatori,

con riferimento all'indagine in oggetto, a conclusione delle Audizioni delle banche, rinnoviamo il nostro sentito ringraziamento per l'invito a partecipare ai lavori di codesta Spettabile Commissione e al fine di offrire un ulteriore contributo ci permettiamo di integrare la ns. relazione con alcuni spunti di riflessione e suggerimenti sull'operatività in derivati degli Enti territoriali (Allegato 1) ed un'analisi sulle prospettive delle nostre posizioni relative alle operazioni in essere in caso di rialzo dei tassi di interesse (Allegato 2).

Cogliamo l'occasione per porgere i nostri più cordiali saluti.

Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

Allegato 1

Spunti di riflessione per il futuro

A ns. avviso l'attività in derivati da parte degli Enti territoriali dovrebbe garantire il rispetto di alcuni principi di base, tra i quali segnaliamo:

- limitazione dell'operatività a strutture identificate dalla normativa in funzione della tipologia dell'Ente e della relativa classificazione;
- le assunzioni di rischio su tasso variabile devono sempre contemplare un livello massimo del tasso a carico dell'Ente, al fine di porre un tetto alla spesa per interessi in caso di scenari sfavorevoli. Tale livello massimo dovrà attestarsi su valori equilibrati rispetto al tasso fisso originario;
- permanenza del divieto di effettuare operazioni di finanziamento bullet e costituzione di sinking fund;
- consentire di rinegoziare le operazioni di finanza derivata in caso di:
 - (i) modifica dell'indebitamento sottostante al derivato in essere (come già attualmente previsto dalla normativa in vigore);
 - (ii) possibilità di migliorare i flussi futuri in base alle condizioni di mercato sia al fine di introdurre componenti più protettive per gli Enti, limitando gli eventuali effetti negativi generati dalle oscillazioni dei



tassi, sia al fine di rendere possibile, in presenza di situazioni tali da rendere certi i flussi positivi per gli Enti per un determinato periodo di tempo, l'acquisizione di vantaggi senza appesantire in alcun modo le condizioni future dello strumento¹;

- possibilità per gli Enti di estinguere anticipatamente le operazioni dilazionando nel tempo il pagamento del valore di mercato nell'ipotesi in cui l'Ente non disponga della capacità finanziaria immediata di farvi fronte.

Inoltre:

- sarebbe opportuno stabilire, a livello di associazioni di categoria (Associazioni bancarie da una parte e Regioni, ANCI e UPI dall'altra), un "codice di condotta" che codifichi le modalità di approccio delle parti a questo tipo di attività, ovviamente nel rispetto di tutte le normative in vigore;
- e poiché riteniamo che nell'efficacia dell'intervento adottato dall'Ente incidono essenzialmente due fattori:
 - la solidità e la capacità professionale del partner bancario nel settore specifico;

¹ In questo periodo il mercato dei tassi d'interesse esprime dei livelli particolarmente bassi dei tassi a breve correnti (euribor), proiettando per mezzo dei tassi "forward" una crescita tendenzialmente progressiva nel corso degli anni futuri. Nella maggior parte delle operazioni di passaggio da tasso fisso a tasso variabile, i benefici che oggi ottengono gli Enti potrebbero essere mantenuti anche in diversi esercizi futuri, qualora il livello dei tassi di interesse che si registrerà nel futuro fosse effettivamente quello che viene oggi proiettato dai tassi forward. Nella realtà è stato osservato che questa corrispondenza (fra tassi forward e tassi effettivamente registrati) raramente avviene. Anziché aspettare passivamente, sperando che le proiezioni di oggi verranno rispettate un domani, è possibile anche oggi "cristallizzare" dei flussi a beneficio degli Enti, senza che questo implichi alcuna modifica delle condizioni presenti nell'operazione relativamente ai periodi successivi;



- la situazione di mercato del momento in cui vengono contrattualizzate le operazioni;

risulta decisivo che nella scelta del partner bancario l'Ente territoriale verifichi che l'intermediario, oltre a rispettare i principi in precedenza enunciati:

- goda di un track record caratterizzato da una notevole esperienza oltre che da buone performance realizzate,
- sia in grado effettuare un monitoraggio costante delle operazioni e supporti il cliente con una presenza costante sul territorio.

Allegato 2

Prospettive per gli Enti Territoriali sui derivati in essere con BNL in caso di dinamiche rialziste dei tassi di interesse



**MACRO - CLASSIFICAZIONI
OPERAZIONI IN ESSERE**

- A. 51 OPERAZIONI A VALERE SU DEBITO A TASSO VARIABILE
- B. 94 OPERAZIONI DI IRS IN & OUT
- C. 300 OPERAZIONI DI COLLAR(105) / PURPLE COLLAR(195) A VALERE
SU TASSO FISSO



A) OPERAZIONI A VALERE SU DEBITO A TASSO VARIABILE

Le operazioni a valere su debito contrattualizzato in origine a tasso variabile sono generalmente impattate positivamente da eventuali rialzi dei tassi d'interesse, che comportano sia una riduzione dei flussi negativi oggi a carico degli Enti territoriali, sia un miglioramento del loro valore di mercato visto dalla parte degli Enti stessi.

A prescindere da quanto sopra, comunque, poiché queste operazioni si pongono come finalità quella di ridurre o eliminare il rischio di variabilità degli oneri finanziari, il loro effetto complessivo va visto congiuntamente con l'effetto delle variazioni dei tassi d'interesse sul debito sottostante, che tipicamente si compensano reciprocamente.



B) OPERAZIONI DI IRS IN & OUT A VALERE SU DEBITO A TASSO FISSO

Queste operazioni, consentite fino al 2004, permettono agli Enti territoriali di ottenere un beneficio fisso in termini di riduzione del costo del debito finché l'euribor a 6 mesi si mantiene al di sotto di una determinata barriera, raggiunta la quale il tasso a carico dell'Ente territoriale diventa variabile subendo una maggiorazione.

Di seguito si riporta un dettaglio del posizionamento delle barriere sulle posizioni:

- 1 operazione con barriera al 4.20% (la più bassa)
- 4 operazioni con barriera compresa fra il 4.50 ed il 5%
- 34 operazioni con barriera compresa fra il 5 ed il 5.50%
- 41 operazioni con barriera compresa tra il 5.50 ed il 6%
- 14 operazioni con barriera oltre il 6%

Tutte le operazioni appartenenti a questa categoria presentano oggi dei flussi positivi per gli Enti territoriali, con la possibilità di mantenere flussi positivi anche in prospettiva, vista la notevole distanza fra il valore corrente dell'euribor 6 mesi (circa 1%) e le barriere.



C) OPERAZIONI DI COLLAR / PURPLE COLLAR A VALERE SU DEBITO A TASSO FISSO

In queste operazioni l'Ente territoriale ha effettuato un passaggio dal tasso fisso originario del debito ad un tasso variabile (euribor 6 mesi) compreso tra un minimo ed un massimo.

Attualmente, a parte due sole eccezioni, la totalità delle operazioni facenti parte di questa categoria presenta flussi positivi per gli Enti, con prospettive di mantenere flussi positivi anche nell'immediato futuro.

Possiamo classificare queste operazioni per livello di c.d. "break-even", ovvero il livello dell'euribor a 6 mesi che rende indifferente l'operazione in termini di flussi scambiati.

Finché l'euribor a 6 mesi si mantiene al di sotto del livello di break-even (b/e) l'operazione continuerà a generare flussi positivi per gli Enti.



C) OPERAZIONI DI COLLAR / PURPLE COLLAR A VALERE SU DEBITO A
TASSO FISSO

Sotto questo profilo abbiamo:

- 2 operazioni con flussi negativi
- 32 operazioni con b/e compreso fra il 2.50 ed il 3.00%
- 135 operazioni con b/e compreso fra il 3.00 ed il 3.50%
- 101 operazioni con b/e compreso tra il 3.50 e il 4%
- 30 operazioni con b/e oltre il 4%

Spesso i valori di b/e non sono uniformi lungo l'intera durata dell'operazione; in tali casi, ai fini della classificazione di cui sopra è stato considerato un livello medio ponderato.



In definitiva, il livello di probabilità che i ns. contratti in essere, nello scenario attuale di mercato, producano scambi di flussi negativi per Enti territoriali in futuro è il seguente:

- per 124 operazioni, altamente improbabile (soglie superiori al 4% pari a 4 volte il valore del parametro di riferimento attuale);
- per 101 operazioni, improbabile (il livello dell'euribor dovrebbe assumere valori superiori al 3,50%, pari a 3,5 volte il valore del parametro di riferimento attuale);
- per 167 operazioni, solo in presenza di un elevato divario dei tassi dai livelli attuali (pari a 2 volte il valore del parametro di riferimento attuale).



SENATO DELLA REPUBBLICA
6° COMMISSIONE FINANZE E TESORO

Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di
finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche
Amministrazioni

Signor Presidente, Onorevoli Senatori,
sono Mario Ciaccia, Amministratore Delegato e Direttore Generale di Banca Infrastrutture
Innovazione e Sviluppo e sono qui insieme al Dott. Bruno Picca, *Chief Risk Officer* del Gruppo
Intesa Sanpaolo.

Permettetemi, a nome del Gruppo Intesa Sanpaolo ed in particolare dell'Ing. Enrico Salza,
Presidente del Consiglio di Gestione, e del Dott. Corrado Passera, Consigliere Delegato, di
ringraziare la Commissione per la possibilità che ci è stata data di partecipare a questa
indagine conoscitiva sull'utilizzo degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni
da parte delle Pubbliche Amministrazioni.

Nel preparare questo intervento abbiamo avuto modo di esaminare i resoconti delle
precedenti riunioni, prendendo atto dell'avanzato livello di approfondimento già raggiunto
dalla Commissione.

Tale constatazione ci ha suggerito di concentrare il nostro contributo su alcuni aspetti di
rilievo della materia, prescindendo dalla descrizione del contesto di riferimento.

In particolare, dopo aver svolto alcune considerazioni sugli strumenti finanziari derivati,
illustreremo l'esperienza del Gruppo Intesa Sanpaolo nell'utilizzo di tali strumenti, forniremo
alcuni spunti di riflessione sull'utilizzo delle cartolarizzazioni e parleremo dell'esperienza
maturata da Banca Infrastrutture Innovazione e Sviluppo, la realtà del Gruppo dedicata al
Public Finance.

L'attività del Gruppo Intesa Sanpaolo nel mondo dei contratti derivati è ispirata dalla
convinzione che sarebbe sbagliato rinunciare alla funzione mitigatoria dei rischi, una sorta di
meccanismo assicurativo, offerta dai derivati, che se utilizzati bene, fanno parte di una
"buona gestione".

Nella nostra esperienza, gli strumenti derivati sono stati utilizzati dagli Enti territoriali
italiani esclusivamente con finalità di copertura.

Le tipologie più utilizzate sono state: *swap* per l'ammortamento del debito (art. 2 del decreto
ministeriale 1° dicembre 2003, n. 389), derivati per trasformare debiti a tasso fisso in debiti a

tasso variabile con oscillazione limitata (art. 3, lett. e), derivati per trasformare debiti a tasso variabile in debiti a tasso variabile con oscillazione limitata (art. 3, lett. d), *swap* di durata finanziaria (art. 3, lett. f), derivati per trasformare debiti a tasso variabile in debiti a tasso fisso (art. 3, lett. a).

Nella definizione comunemente accettata, i derivati sono di copertura se hanno lo scopo di proteggere le passività presenti in bilancio da avverse variazioni di tassi di interesse o tassi di cambio.

Dalla definizione suddetta consegue che:

- effettuare una copertura è una scelta gestionale. L'organo consiliare che può deliberare la contrazione di un debito deve anche poter poi gestire tale debito, in particolare qualora individui dei rischi da mitigare;

- non è possibile coprirsi contemporaneamente da tutti i rischi. Si può tenere fermo il valore finanziario della passività, scegliendo di pagare un tasso variabile, oppure si possono prestabilire i flussi finanziari futuri generati dalla passività, scegliendo di pagare un tasso fisso, ma unire le due cose insieme non è possibile: se si tiene fermo il valore finanziario della passività, si avrà un costo incerto; se invece si predetermina il costo, si avrà un valore finanziario che cambia nel tempo.

Lo stesso concetto è espresso in maniera molto chiara anche nella circolare del Ministero dell'Economia e delle Finanze 31 gennaio 2007¹ esplicitativa dei commi da 736 a 739 della legge finanziaria per il 2007: obiettivo dell'attività in strumenti derivati degli Enti territoriali deve essere quello di conferire maggiore solidità al bilancio degli Enti attraverso il contenimento del costo finale delle operazioni, da valutarsi in relazione all'esposizione ai rischi di mercato assunti con le stesse operazioni attuate. In altre parole, le condizioni delle operazioni dovranno essere il risultato di un bilanciamento tra le due variabili: costo complessivo e rischio di mercato.

I due parametri che misurano l'efficiente gestione del debito sono quindi costo complessivo ed esposizione ai rischi di mercato.

E' chiaro allora che in presenza di una scelta liberamente operata dall'Ente territoriale, ad esempio assumendo tutto il debito a tasso fisso o tutto il debito a tasso variabile, non ha senso parlare a posteriori di "scommessa", "guadagno" o "perdita" per strumenti derivati utilizzati dall'Ente territoriale al fine di coprirsi dal rischio, nel primo caso, di una eccessiva rigidità del costo del suo debito e, nel secondo, di una eccessiva esposizione ai rischi di mercato.

In un derivato di copertura, quindi, il fatto che si paghino dei differenziali vuol dire semplicemente che l'evento temuto non si è realizzato².

Passando al tema dei ricavi realizzati dalle banche nei contratti derivati, riteniamo ci siano due punti da chiarire.

Il primo è che, nello stipulare un contratto derivato con un Ente territoriale, le banche svolgono un lavoro ed impiegano proprio capitale, e cioè una linea di credito dedicata, per un periodo talvolta addirittura trentennale.

Il secondo è che la remunerazione relativa a tale impegno non deriva da commissioni, ma dall'attività di intermediazione propria delle banche. Tenuto conto che il mercato applica una

curva dei tassi di interesse all'Ente territoriale più alta, seppur di poco, di quella applicata alla banca, ciò consente a quest'ultima di ottenere la remunerazione.

Quest'ultima non è quindi quantificabile applicando semplicemente ai derivati le condizioni medie di mercato perché le condizioni devono essere coniugate ad ogni specifica controparte, in base al *rating* riconosciuto.

In altri termini, il "prezzo" lo fa il mercato e non la banca.

Del resto, anche nel contratto di mutuo lo *spread* lo fa il mercato. La remunerazione della banca è la differenza tra il tasso complessivo applicato al cliente ed il costo dei fondi raccolti sul mercato.

Altro aspetto rilevante è che la disciplina sull'utilizzo da parte degli Enti degli strumenti derivati è risultata di difficile interpretazione.

Infatti, tale disciplina appare caratterizzata da un eccesso di regolamentazione a vari livelli (leggi, decreti, circolari), da una continua rivisitazione delle sue disposizioni e conseguentemente da difficoltà applicative.

A titolo esemplificativo, ricordiamo che la disciplina dell'articolo 41 della legge finanziaria per il 2002 è stata sviluppata dal decreto del 1° dicembre 2003, n. 389 del Ministero dell'Economia e delle Finanze, modificata soprattutto con le leggi finanziarie per il 2007 e per il 2008, bloccata dall'art. 62 del decreto-legge n. 112 del 2008 e dall'art. 3 della legge finanziaria per il 2009³.

Quanto agli obblighi imposti, sarebbe stato auspicabile un collegamento tra la normativa sopra richiamata e le specifiche disposizioni contenute nel Testo Unico di Intermediazione Finanziaria (d.lgs n. 58 del 1998) e nei relativi regolamenti attuativi, in recepimento di norme comunitarie.

Il quadro descritto ha creato non poche difficoltà sia presso gli Enti territoriali che presso gli intermediari, inducendo entrambe le parti a rivisitazioni di scelte ed orientamenti.

Il frequente ricorso da parte degli Enti territoriali alle Sezioni regionali di controllo della Corte dei Conti, utilizzando la natura collaborativa della Corte in tema di controlli sulla gestione, testimonia le difficoltà esposte.

Pure in tale difficile contesto normativo, il Gruppo si è mosso con attenzione e professionalità per garantire il sostanziale rispetto della normativa.

Altro aspetto, peraltro decisivo nell'operare con la Pubblica Amministrazione locale, è la regolamentazione recata dal Patto di Stabilità Interno.

Osserviamo, al riguardo, il ripetersi nel tempo di problematiche di natura interpretativa ed applicativa che hanno indotto il Parlamento a revisioni della disciplina, che hanno creato per gli Enti territoriali incertezza nella gestione del debito e difformità nel trattamento contabile dei flussi finanziari.

Di pari rilevanza è la regolamentazione del sistema di affidamento dei servizi finanziari da parte delle Pubbliche Amministrazioni: solo con il Codice dei contratti pubblici (d.lgs n. 163 del 2006) si è previsto, finalmente, l'affidamento dei servizi finanziari con procedura negoziata e quindi con adeguati vincoli a garanzia della concorrenza sul mercato.

C'è però un altro aspetto che non possiamo non considerare.

In questo delicato settore, negli ultimi due anni, alcuni *media* hanno messo in dubbio senza distinzioni di sorta la correttezza dei comportamenti tenuti dal sistema bancario in sede di negoziazione di contratti derivati, inducendo alcuni Enti territoriali a chiedere spiegazioni circa l'andamento dei loro derivati e l'autorità giudiziaria ad acquisire la documentazione di talune operazioni.

E' importante ricordare che il Gruppo non ha in essere alcun contenzioso giudiziale su questo fronte, da un lato, perché normalmente le questioni si risolvono con il recepimento da parte dei clienti dei chiarimenti forniti e, dall'altro, perché nessuna ipotesi di reato è stata formulata.

Tale situazione riteniamo testimoni la correttezza dei comportamenti tenuti nell'ambito del nostro Gruppo.

D'altronde, in questa sede non posso non ricordare quanto nel 2004, nell'ambito del primo dei convegni annuali organizzati dall'allora Banca Intesa sui temi dello sviluppo e della crescita del Paese, dissi in coerenza con i principi del Gruppo: *"...una funzione fondamentale delle banche non può non comprendere il compito di assistere le Autonomie territoriali, evitando di proporre loro operazioni rischiose o azzardate, anche in relazione ai limiti di indebitamento. Soprattutto, specie in sede di ristrutturazione di debito e di derivati, dovrebbe essere scrupolosamente esclusa l'eventualità di aggravare gli equilibri finanziari dei bilanci futuri. Una visione ristretta del profitto, infatti, non solo riuscirebbe difficilmente a dare un contributo apprezzabile allo sviluppo del Paese, ma puntando poco sulla fiducia della clientela, non faciliterebbe nemmeno la crescita economica della stessa banca"*.

Nel rappresentare il rapporto tra il Gruppo Intesa Sanpaolo e gli strumenti derivati segnaliamo innanzitutto che il nostro Gruppo offre una gamma completa di prodotti e servizi per rispondere a tutte le esigenze che possono anche nascere dall'interazione fra pubblico e privato.

I prodotti e servizi comprendono quelli più tradizionali, quali l'operatività bancaria corrente e i mutui e finanziamenti a medio e lungo termine, ma anche i servizi più strutturati ed innovativi, quali la finanza di progetto e gli schemi di partenariato pubblico-privato.

Nell'ambito di questa articolata gamma di prodotti rientra l'offerta per la ristrutturazione e gestione del debito, di cui fanno parte gli strumenti derivati.

Per policy interna, quando ci rivolgiamo al perimetro della clientela Public Finance, offriamo strumenti derivati con finalità di sola copertura e mai speculativa.

Ci sembra, peraltro, opportuno sottolineare che gli strumenti di finanza derivata hanno una valenza ridotta nell'ambito della vasta gamma di prodotti offerta dal Gruppo Intesa Sanpaolo nel comparto del Public Finance.

I crediti del Gruppo verso gli Enti territoriali italiani ammontano infatti ad oltre 14,3 miliardi di euro. Il valore di mercato delle posizioni in strumenti derivati è meno del 2% di tali crediti.

Traspare in tutta la sua evidenza che il contributo del Gruppo Intesa Sanpaolo alla finanza locale si sostanzia principalmente nella messa a disposizione di finanziamenti a fronte di esigenze per investimenti.

Nel complesso, l'operatività in derivati con gli Enti territoriali italiani posta in essere da realtà che oggi fanno parte del Gruppo Intesa Sanpaolo comprende operazioni con 137 Enti, il cui importo di riferimento per calcolare i flussi da scambiarsi è di 3,7 miliardi di euro⁴. Ai valori correnti di mercato al 30 giugno u.s., tali operazioni generavano per il Gruppo posizioni creditorie per 275 milioni di euro⁵ e posizioni debitorie per 44 milioni di euro⁶. E' bene chiarire che queste posizioni discendono da una valutazione finanziaria e non costituiscono debiti e crediti degli Enti territoriali, che non devono pagare o incassare tali importi a meno di non voler estinguere anticipatamente il contratto⁷.

L'utilizzo degli strumenti derivati che gli Enti territoriali italiani hanno fatto avvalendosi dei servizi delle banche che oggi fanno parte del Gruppo Intesa Sanpaolo è avvenuto sempre nel pieno rispetto delle norme di settore, tempo per tempo vigenti e quindi in maniera accessoria ai finanziamenti per investimenti.

La modalità di presentazione di questi prodotti prevede che la stipula dei contratti derivati debba essere preceduta da illustrazioni dettagliate del funzionamento degli stessi, dei vantaggi e degli svantaggi discendenti dall'effettuazione delle coperture, dei possibili impatti derivanti da modifiche nelle condizioni del mercato finanziario.

Abbiamo fornito il supporto professionale necessario affinché fossero fatte scelte gestionali consapevoli.

Parimenti grande attenzione poniamo nell'assistenza dei clienti che hanno stipulato dei contratti derivati con il nostro Gruppo.

Oltre alle normali informative periodiche, anche per aiutare gli Enti territoriali a redigere i loro bilanci, inviamo loro dei prospetti semestrali che riepilogano i flussi finanziari passati ed offrono delle previsioni su quelli futuri, ovviamente alle condizioni correnti del mercato. Inoltre, come già detto, siamo sempre pronti a rispondere alle richieste di chiarimenti che gli Enti ci rivolgono.

Passiamo ora a svolgere alcune considerazioni riguardo al tema delle cartolarizzazioni strutturate dal Gruppo Intesa Sanpaolo nel settore degli immobili pubblici e nel settore sanitario.

Il Gruppo ha partecipato, anche in qualità di sottoscrittore, alle principali operazioni "sponsorizzate" dal 1999 ad oggi dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, quindi alle cartolarizzazioni dei crediti delle Pubbliche Amministrazioni (SCIC), dei crediti contributivi dell'INPS (SCCI), degli immobili pubblici (SCIP 1, SCIP 2 e FIP).

Analogamente siamo stati coinvolti nelle cartolarizzazioni organizzate da aziende pubbliche (FFSS) e da altre istituzioni (Infrastrutture S.p.A. – Cassa Depositi e Presiti S.p.A.).

Oltre ai programmi legati alle esigenze delle amministrazioni centrali il Gruppo e, più in particolare, la Banca di cui sono amministratore, ha partecipato a molte delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti del settore sanitario.

I portafogli cartolarizzati sono costituiti da crediti per forniture di beni e servizi resi da imprese operanti nel settore a favore delle Aziende Sanitarie Locali.

Sono orgoglioso di poter dire che con tali operazioni si è affrontato il problema del rilevante stock di debiti commerciali accumulati dalle ASL regionali, regolando in modo trasparente e

virtuoso le posizioni vantate dai tanti fornitori. In tal modo si è garantita la necessaria liquidità all'economia e si è evitato che tante piccole e medie imprese del territorio potessero vedere pregiudicato il proprio percorso di sviluppo o, addirittura, la propria sopravvivenza; non da ultimo, si è evitato alle ASL e quindi alle Regioni ed allo Stato, il pagamento di interessi di mora a tassi nell'ordine dell'11%, senza contare poi che gli effetti della paralisi si sarebbero ripercossi inevitabilmente sulle prestazioni agli utenti.

A questo punto dell'intervento, mi preme evidenziare l'attività di Banca Infrastrutture Innovazione e Sviluppo nell'ambito del Public Finance.

Con l'obiettivo di contribuire fortemente alla crescita economica e sociale del Paese, il nostro Gruppo ha dedicato una linea di business al Public Finance, cioè alla collaborazione fra pubblico e privato; ha pensato ad una banca rivolta al servizio di tutti gli operatori coinvolti nella realizzazione di investimenti pubblici, delle grandi opere infrastrutturali e di pubblica utilità, il cui sviluppo riteniamo essere condizione essenziale per migliorare la competitività del nostro sistema-Paese.

In questa ottica rientrano anche i convegni che, dal 2004, ogni anno organizziamo sui temi dello sviluppo e della crescita con la costante presenza di autorevoli relatori.

Nel Gruppo Intesa Sanpaolo il Public Finance è una divisione operativa a riporto del Consigliere Delegato, come lo sono quelle dedicate al segmento *retail* o alle aziende *corporate*.

Banca Infrastrutture Innovazione e Sviluppo, che è nella Business Unit del Gruppo dedicata al Public Finance, ha la missione precipua di servire la clientela Enti Pubblici centrali e locali, public utilities, operatori del sistema sanitario pubblico e privato, Università degli Studi e contraenti generali delle grandi opere.

Dalla panoramica della clientela servita emerge perché Banca Infrastrutture non si è limitata al mero rispetto della normativa, ma ha sempre avuto come primo obiettivo la cura dell'interesse del cliente che è interesse pubblico.

Non si tratta di una scelta recente, scaturita dalla nascita del Gruppo Intesa Sanpaolo, bensì di un percorso parallelo che Intesa e San Paolo IMI avevano già autonomamente intrapreso. Infatti, Banca Infrastrutture Innovazione e Sviluppo è nata il 1° gennaio 2008 dall'integrazione delle due entità del Gruppo Intesa e del Gruppo San Paolo IMI dedicate al Public Finance operative rispettivamente dal 2004 e dal 2000.

Il Gruppo Intesa Sanpaolo, d'altra parte, nasce dall'aggregazione di tante realtà da tempo operanti nel territorio, che sono state concentrate in 20 banche territoriali. Per garantire una corretta relazione sul territorio con la Pubblica Amministrazione, in Banca Infrastrutture Innovazione e Sviluppo opera un nucleo di specialisti del settore che ad un'adeguata professionalità unisce chiarezza sui valori di integrità voluti dal Codice Etico del Gruppo.

Inoltre, il Gruppo ha adottato un sistema di controlli interni idoneo a verificare il recepimento degli indirizzi aziendali, delle indicazioni degli Organi di Vigilanza e delle disposizioni di legge, ivi compresi, i principi dettati dal d.lgs n. 231 del 2001.

Precisiamo, inoltre, che nei centri operanti sul territorio sono presenti colleghi che hanno superato gli esami previsti dalla normativa per i servizi finanziari.

Dedichiamo grande attenzione alla preparazione dei nostri professionisti, organizzando periodicamente degli esclusivi incontri di formazione sulla finanza pubblica che hanno visto la presenza di autorevoli relatori e specialisti di settore.

A tal fine, negli anni abbiamo avuto l'onore ed il piacere di apprezzare le *lectio magistralis* tra l'altro, di esponenti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, della Corte dei Conti e del Consiglio di Stato. Ciò per porre i nostri colleghi in condizione di conoscere non solo la lettera della norma, ma anche il suo spirito.

L'impegno profuso nella formazione dei nostri professionisti nelle materie del Public Finance, nel funzionamento ed utilizzo dei prodotti e servizi presenti nell'offerta del Gruppo Intesa Sanpaolo e nella conoscenza del Codice Etico, è indice dell'assoluta volontà del Gruppo di competere nel mercato in maniera non episodica, con lealtà e disponibilità a cooperare con gli altri soggetti economici, privati e pubblici, ogniqualvolta sia necessario per rafforzare la capacità complessiva di crescita del sistema-Paese.

Abbiamo da tempo affermato che tanto è più importante un gruppo bancario, tanto più forte deve essere l'impegno nel contribuire allo sviluppo economico e civile del Paese. Il Gruppo Intesa Sanpaolo si è strutturato sentendo forte questa esigenza, con responsabilità procede unendo la potenza organizzativa del grande sistema ad un capillare radicamento sul territorio. Quando poi si arriva a creare un soggetto bancario dedicato alla Pubblica Amministrazione, come Banca Infrastrutture Innovazione e Sviluppo, l'attitudine al servizio del pubblico interesse è nella natura delle cose. L'Amministrazione Pubblica è cliente e la banca concorre nella soddisfazione del suo più importante bisogno, l'interesse pubblico.

In conclusione, riteniamo di dover confermare che tra i prodotti offerti ai nostri clienti, non possano mancare gli strumenti finanziari derivati con la loro corretta funzione di mitigazione dei rischi.

Occorre però un quadro normativo che consenta agli amministratori locali di operare con cognizione di causa le loro scelte gestionali ed agli operatori finanziari di svolgere il loro ruolo in un contesto di coerenza e certezze.

Intesa Sanpaolo ha maturato una particolare esperienza e le sue professionalità specifiche sono in grado di accompagnare gli Enti territoriali nell'assunzione di scelte consapevoli anche nell'utilizzo degli strumenti derivati, come ha sempre fatto in passato e come sta continuando a fare con tutti gli altri prodotti che il Gruppo ritiene funzionali e necessari per assistere in maniera adeguata la clientela del Settore Pubblico per la crescita e la competitività del Paese.

¹ Circolare esplicativa 31 gennaio 2007 del Ministero dell'Economia e delle Finanze sulla legge 27 dicembre 2006, n. 296, recante: Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2007), articolo 1, comma da 736 a 739, pubblicata in Gazzetta Ufficiale n. 29 del 5 febbraio 2007.

² Immaginiamo il caso di un Ente territoriale indebitato a tasso variabile che teme un eccessivo rialzo dei tassi di interesse e non voglia quindi essere esposto a rischi di mercato. Per proteggersi dal rischio di rialzo dei tassi, l'Ente può stipulare uno swap di tasso d'interesse in cui riceve il tasso variabile e paga il tasso fisso che al momento poniamo al 4%. L'Ente ha, così, trasformato "sinteticamente" il suo debito ad un tasso fisso del 4%.

Appurato quindi che l'obiettivo del contratto derivato è di realizzare la "copertura" dell'esposizione originaria a fluttuazioni future dei tassi d'interesse, pagando sempre e comunque una rata fissa al 4%, proviamo a vedere come si realizza tecnicamente questa copertura, attraverso un contratto di swap di interessi, senza che vi sia bisogno di rinegoziare il contratto di debito originario, risparmiando così oneri e commissioni di rinegoziazione.

Al riguardo, possiamo immaginare due casi che si possono verificare nel corso della durata dell'operazione in relazione all'andamento dei tassi di mercato:

Caso A) I tassi sono effettivamente cresciuti (es. 5%) e l'Ente, che ovviamente dovrà pagare delle rate maggiori sulla posizione originaria, riceverà d'altra parte un valore positivo sul lato dello swap stipulato (es. +1%) che andrà esattamente a compensare questo aumento, lasciando appunto all'Ente l'onere del tasso fisso finale del 4% concordato al momento di stipula del contratto di copertura;

Caso B) I tassi di mercato sono invece diminuiti (es. 3%) e l'Ente, che pagherà delle rate minori sulla posizione originaria, andrà a compensare questa riduzione (rinunciando quindi al potenziale vantaggio rispetto alla situazione originaria) corrispondendo un valore alla controparte dello swap (nell'esempio 1%) che manterrà quindi invariata la sua posizione finale di pagatore di tasso fisso al 4%.

³ Si riportano in esteso le normative citate: legge finanziaria 2002 (legge 28 dicembre 2001, n. 448 recante "Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato"), decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 1° dicembre 2003, n. 389, recante "Regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali di province, comuni, città metropolitane, comunità montane e isolate, consorzi, tra Enti territoriali e Regioni, ai sensi dell'art. 41, comma 1 legge 28 dicembre 2001, n. 448", legge finanziaria 2007 (legge del 27 dicembre 2006, n. 296 recante "Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato") e del 2008 (legge 24 dicembre 2007, n. 244 recante "Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato"), art. 62 del decreto-legge n. 112 del 2008 convertito in legge 6 agosto 2008, n. 133 recante "Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria" e dall'art. 3 della legge finanziaria del 2009 (legge 22 dicembre 2008, n. 203 recante "Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato") che hanno fatto rinvio all'approvazione di un nuovo regolamento del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

⁴ Tale valore è determinato dalla somma dei valori nominali dei contratti derivati stipulati.

⁵ Tale valore è la risultante della somma dei market to market dei singoli contratti che presentano valori di mercato negativi per gli Enti.

⁶ Tale valore è la risultante della somma dei market to market dei singoli contratti che presentano valori di mercato positivi per gli Enti.

⁷ Si tratta di una situazione analoga a ciò che si verifica in un normale mutuo a tasso fisso.

Ad esempio, l'Ente che assume un mutuo di 100 euro al tasso fisso del 5%, nel caso in cui i tassi scendano al 4%, ha una passività del valore finanziario, poniamo, di 105 euro. Non per questo il suo debito per capitale aumenta a 105 euro: l'Ente, infatti, rimborsando alle scadenze naturali ripagherà in linea capitale solo gli iniziali 100 euro. Qualora decida di chiudere anticipatamente il mutuo, oltre ai 100 euro di capitale, dovrà pagare una penale di estinzione anticipata per compensare i minori rendimenti offerti in quel momento dal mercato.

Senato della Repubblica
VI Commissione (Finanze e Tesoro)

**Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli
strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni
nelle Pubbliche Amministrazioni**

Roma, 19 novembre 2009

INDICE

| | |
|---|----------------|
| Premessa | <i>Pag.</i> 3 |
| L'operatività in derivati delle Pubbliche Amministrazioni: origine e finalità | <i>Pag.</i> 3 |
| L'operatività in derivati del gruppo UniCredit con le Pubbliche Amministrazioni | <i>Pag.</i> 4 |
| Il portafoglio di derivati in essere con le Pubbliche Amministrazioni del gruppo UniCredit | <i>Pag.</i> 10 |
| Spunti di riflessione e prospettive per il futuro | <i>Pag.</i> 11 |

Premessa

Signor Presidente, Onorevoli componenti della Commissione.

L'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte delle Pubbliche Amministrazioni è da tempo in primo piano. Gli interventi legislativi in materia si sono succeduti con frequenza negli ultimi anni e in due occasioni, nel 2004 e nel 2007¹, la VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati ha svolto numerose audizioni dedicate al tema degli strumenti finanziari derivati, nel corso delle quali si è messo in rilievo il loro utilizzo da parte degli Enti locali. L'importanza del tema in questione è giustificata dalla peculiarità del contraente, che presenta caratteristiche distintive da una qualsivoglia azienda privata, e dal fatto che le informazioni sul fenomeno erano frammentate e parziali.

Ringrazio pertanto la Commissione per la possibilità offerta all'istituto che qui rappresento di contribuire ad una più completa comprensione della materia, portando la propria esperienza diretta di operatore del settore.

L'operatività in derivati delle Pubbliche Amministrazioni: origine e finalità

Per comprendere le origini del fenomeno, ritengo opportuno richiamare brevemente l'evoluzione del contesto di riferimento. Come si è già ricordato nel corso delle precedenti audizioni, dalla seconda metà degli anni novanta l'assetto della finanza locale ha subito una decisa trasformazione: il venir meno del ruolo della Cassa Depositi e Prestiti quale unico erogatore di credito ed il

¹ "Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati" (2004-2005); "Le problematiche relative agli strumenti finanziari derivati" (2007)

maggior decentramento delle competenze hanno dato agli Enti una accresciuta autonomia finanziaria, seppur accompagnata dall'introduzione di vincoli stringenti di spesa imposti dal Patto di Stabilità. Questo contesto ha portato gli Enti a non concepire più il proprio indebitamento come statico ed immutabile, ma ad impostare strategie di gestione attiva del debito.

Il ricorso agli strumenti finanziari derivati da parte delle Pubbliche Amministrazioni trae le origini dal contesto operativo sopra descritto. I contratti derivati hanno infatti consentito di superare una rigidità strutturale che limitava la capacità degli Enti locali di gestire attivamente posizioni debitorie di lungo termine: tipicamente la modifica dei termini di un mutuo in essere richiedeva una negoziazione con il soggetto erogatore del finanziamento.

Uno strumento quale l'*Interest Rate Swap* consente di inserire per via indiretta, semplicemente e con immediatezza, elementi di flessibilità all'interno di una struttura del passivo ritenuta non equilibrata o con una concentrazione di debito in alcune categorie di tasso. Infatti, come è noto, gli strumenti derivati negoziati al di fuori dei mercati regolamentati (c.d. "*over the counter*"), consentono di conseguire tale scopo senza necessità di modificare il rapporto fra il vecchio erogatore del finanziamento e l'Ente, perché l'operazione di *Interest Rate Swap* si "affianca" alla vecchia posizione debitoria, senza alterare il rapporto contrattuale sottostante.

L'operatività in derivati del gruppo UniCredit con le Pubbliche Amministrazioni

Dalla fine degli anni 90, a fronte delle crescenti esigenze della gestione finanziaria delle Pubbliche Amministrazioni, il gruppo Unicredit ha offerto soluzioni mirate a ridefinire la struttura dei costi del debito degli Enti locali.

Le proposte messe a disposizione delle Pubbliche Amministrazioni rappresentano una gamma ristretta di strumenti derivati rispetto all'ampio universo trattato sui mercati *over-the-counter*. I prodotti disponibili sono stati ulteriormente limitati a seguito dell'emanazione del Regolamento del 2003² con cui il Ministero delle Finanze e del Tesoro ha individuato dettagliatamente le tipologie di operazioni consentite agli Enti Locali, chiarite ulteriormente nella Circolare esplicativa del maggio 2004³.

Come detto in precedenza, gli strumenti derivati in questione consentono al cliente di modificare in via indiretta il meccanismo di indicizzazione del debito sottostante, scegliendo il profilo di rischio che meglio si adatta alle proprie necessità: tasso fisso, tasso variabile (*Euribor*) oppure una soluzione intermedia rispetto alle due alternative⁴. Le operazioni di *Interest Rate Swap* con cui gli Enti hanno trasformato sinteticamente il profilo di rischio già assunto da tasso fisso a tasso variabile o viceversa rappresentano una quota minoritaria sul totale di operazioni negoziate. Per lo più, gli Enti hanno concluso con il gruppo UniCredit operazioni per ottenere un profilo di rischio intermedio tra il tasso fisso e il tasso variabile, ad esempio fissando dei limiti massimi (*cap*) e minimi (*floor*) all'interno dei quali può variare il tasso a carico dell'Ente (*Euribor*).

In nessun caso il gruppo UniCredit ha finalizzato con gli Enti operazioni contenenti "effetti leva" (moltiplicatori dei parametri), e nelle operazioni non sono mai stati inclusi sottostanti diversi dai tassi di interesse, come i tassi di cambio o il rischio di credito.

² "Regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni" emesso del Ministero dell'Economia e delle Finanze, attuativo dell'art. 41 della Legge Finanziaria per il 2002 (D.M. 1 dicembre 2003 n. 389)

³ Circolare esplicativa n. 27 del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 27 maggio 2004

⁴ Raramente, per soddisfare particolari esigenze dell'Ente, sono state concluse operazioni con caratteristiche non standard

Inoltre il gruppo UniCredit non ha mai concluso con alcun Ente operazioni di *swap* per l'ammortamento del debito riguardanti prestiti obbligazionari con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza (c.d. *bullet*), in base alle quali l'Ente si impegna a pagare rate di ammortamento e la banca a sua volta si impegna a corrispondere rate di interesse più il capitale alla scadenza dell'operazione. Tali strumenti derivati, ancorché previsti esplicitamente sia dalla Legge Finanziaria per il 2002, sia dal successivo Regolamento del 2003, presentano alcuni aspetti tecnici già ampiamente discussi in precedenti audizioni davanti a codesta Commissione.

L'esistenza del debito sottostante è sempre stata considerata dal gruppo UniCredit quale presupposto essenziale dell'operatività in strumenti finanziari derivati con le Pubbliche Amministrazioni. A questo fine, le operazioni sono state concluse solo dopo avere acquisito dagli Enti la documentazione relativa alla posizione debitoria, rendendo esplicita anche sui contratti la corrispondenza dell'operazione con passività effettivamente dovute.

Successivamente all'introduzione del Regolamento del dicembre 2003, il gruppo UniCredit ha adottato procedure in base alle quali, prima del perfezionamento di ogni operazione, il personale della Banca era tenuto ad acquisire dall'Ente la seguente documentazione:

- deliberazione dell'organo amministrativo dell'Ente che aveva autorizzato la conclusione dell'operazione in copia conforme all'originale
- dichiarazione nella quale l'Ente attestava di rientrare nella categoria degli Operatori Qualificati, così come definita dalla deliberazione CONSOB n. 11522, 1° luglio 1998
- eventuale ulteriore documentazione che comprovasse i poteri conferiti dall'Ente al Dirigente responsabile

- documenti comprovanti l'esistenza delle passività effettivamente dovute in relazione alle quali l'operazione veniva posta in essere.

Inoltre, le procedure del gruppo UniCredit prevedevano che il personale verificasse l'esattezza, la coerenza e la validità dei documenti ricevuti dall'Ente.

Successivamente alla conclusione delle operazioni con le Pubbliche Amministrazioni, il gruppo UniCredit ha posto in essere una continua attività di monitoraggio che si è tradotta in vari incontri con il personale dell'Ente allo scopo di commentare i risultati dell'operazione (flussi di interesse netti liquidati periodicamente) ed informare l'Ente sull'evoluzione del valore di mercato dell'operazione (il c.d. *mark-to-market*). Inoltre, a partire dal 31 dicembre 2006, il gruppo Unicredit ha progressivamente implementato una procedura per l'invio automatico ai clienti di un'informativa periodica (inizialmente trimestrale, successivamente mensile) sul *mark-to-market* dei contratti derivati in essere; in tale comunicazione è contenuta anche l'indicazione degli importi nozionali in essere.

Dall'entrata in vigore della Direttiva MIFID, in attesa di una precisa definizione del quadro normativo di riferimento e della pubblicazione dei criteri di classificazione da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze, il gruppo UniCredit ha deciso di sospendere volontariamente la conclusione di nuovi contratti derivati con gli Enti, limitando l'operatività alla sola estinzione anticipata delle operazioni già in essere. In tal modo il gruppo UniCredit ha anticipato nei fatti quanto stabilito nell'articolo 62 del Decreto Legge del 25 giugno 2008 n. 112⁵, che ha sospeso l'utilizzo dei derivati in attesa dell'emanazione di un nuovo Regolamento Ministeriale a disciplina della materia.

⁵ Convertito con modificazioni dalla Legge del 6 agosto 2008, n. 133 e sostituito dall'art. 3 della Legge 22 dicembre 2008, n. 203 (Legge Finanziaria 2009)

L'assenza di nuove operazioni non ha tuttavia determinato un calo di attenzione del gruppo UniCredit nei confronti degli Enti Locali. E' stata, infatti, costituita un'apposita struttura di servizio clienti denominata "*Customer Care Enti*" all'interno di Unicredit Corporate Banking, la banca del gruppo UniCredit deputata a gestire, tra le altre attività, la relazione con gli Enti Locali. La struttura è stata ideata per offrire a questo particolare segmento di clientela un interlocutore specifico in materia di contratti derivati, sia per approfondire le problematiche di natura tecnica, sia per affrontare le esigenze di carattere legale e documentale, nonché per la gestione di reclami e controversie. I contatti con la clientela sul territorio si sono intensificati, attraverso incontri organizzati presso le amministrazioni locali ai quali ha partecipato personale specializzato del *Customer Care Enti*. Nel corso degli incontri, sono stati forniti dettagli tecnici sulle operazioni in essere e analisi sull'evoluzione futura delle stesse in risposta alle richieste avanzate dagli Enti. Inoltre, sono stati discussi modalità e tempistiche per un'eventuale estinzione anticipata dei contratti (c.d. *unwinding*).

L'attività informativa svolta dal personale del gruppo UniCredit ha consentito a numerosi Enti Locali di risolvere anticipatamente i contratti sottoscritti con UniCredit in un contesto caratterizzato da una marcata riduzione dei tassi di mercato, conseguente all'aggravarsi della crisi finanziaria originata dal crollo dei titoli legati ai c.d. "mutui *subprime*". Nel corso del 2008 e del 2009⁶, sono stati estinti anticipatamente 145 contratti per un importo nominale complessivo pari a circa 896 milioni di Euro ed un ammontare pagato complessivamente dagli Enti per estinguere le posizioni pari a circa 2,6 milioni di Euro (ovvero 0,29% dell'importo nominale).

⁶ I dati sono aggiornati al 30 settembre 2009

Data la peculiarità delle controparti, il gruppo UniCredit ha deciso di adottare procedure di estrema trasparenza per le estinzioni anticipate dei contratti in essere, volta a garantire la ricostruzione quanto più possibile oggettiva del valore di estinzione dell'operazione (compatibilmente con le caratteristiche degli strumenti derivati *over-the-counter*, che sono per definizione negoziati al di fuori dei mercati regolamentati). In base alla procedura di negoziazione adottata, i contratti derivati con gli Enti Locali sono estinti al valore di *mid-market*, ovvero senza aggiungere al prezzo teorico i costi per il pareggiamento dei rischi di mercato (i c.d. *hedging cost* o, in altre parole, i costi legati alla differenza dei normali prezzi denaro/lettera utilizzati nello smontare le posizioni), che rimangono a carico della Banca, e senza applicazione di alcuna commissione di negoziazione.

Inoltre l'Ente ha la facoltà di scegliere una modalità di esecuzione in cui il valore di *mid-market* ai fini dell'estinzione del contratto è calcolato sulle curve di tasso d'interesse e di volatilità ufficiali della Banca. Si tratta di valori determinati al termine di ogni giornata lavorativa e sottoposti alla validazione delle competenti funzioni di *Risk Management* sulla base dei quali viene effettuata la rivalutazione del portafoglio di posizioni della Banca. La Banca, dietro richiesta dell'Ente, è così in grado di fornire apposita certificazione cartacea con cui è possibile ricostruire il valore di estinzione del contratto in base a parametri di tasso e di volatilità validati da una funzione di controllo, indipendente dal *business*.

Nel complesso quadro operativo appena descritto, la Banca in generale ha sempre preso attentamente in considerazione necessità specifiche ed anche eventuali lamentele da parte dei clienti. Qualora da detta analisi sia emersa l'infondatezza del reclamo, la Banca ha mantenuto la sua posizione richiedendo il rispetto dei termini contrattuali in essere. Laddove invece si siano riscontrate manchevolezze da parte della Banca o di un suo rappresentante, sono state

messe in atto azioni correttive e la Banca si è assunta le dovute responsabilità nei confronti dei clienti, come peraltro sempre fatto anche in passato.

Il portafoglio di derivati in essere con le Pubbliche Amministrazioni del gruppo UniCredit

In base ai dati aggiornati al 31 dicembre 2008, gli Enti Locali che avevano in essere contratti derivati con banche appartenenti al perimetro del gruppo UniCredit risultavano in totale 206, rispetto ai circa 600 censiti alla stessa data nell'ambito dell'attività di monitoraggio presso il Dipartimento del Tesoro citata dall'on Vegas nella sua audizione. Le operazioni in essere erano invece 281, contro i circa 1.000 contratti rilevati complessivamente. Il nozionale era di 2,9 miliardi di Euro, rispetto ai 35,5 miliardi totali.

Il ruolo del gruppo UniCredit nel mercato dei contratti derivati con Enti Locali si presenta quindi relativamente limitato, soprattutto in considerazione della rilevante presenza del nostro istituto sul mercato italiano. In particolare, tramite il raffronto con i dati forniti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, emerge che il gruppo UniCredit, al 31 dicembre 2008, era controparte del 34% degli Enti che avevano in essere operazioni di finanza derivata, mentre la quota scendeva al 28%, se rapportata al totale dei contratti, e all'8%, se rapportata al nozionale complessivo. La quota del gruppo UniCredit sul nozionale complessivo dei contratti conclusi dagli Enti Locali italiani risultava inferiore a quella dei principali istituti esteri operanti sul territorio nazionale, che detenevano, in base ai dati forniti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, il 60% del nozionale complessivo. Inoltre, la quota del nostro istituto corrispondeva a circa un quinto della quota di pertinenza delle sole banche italiane, pari al rimanente 40%. Va peraltro sottolineato, come già indicato in

precedenza, che il portafoglio di derivati con Enti Locali del gruppo UniCredit non comprende alcuna operazione di *swap* per l'ammortamento del debito.

Nel corso del 2009, il portafoglio di contratti derivati del gruppo UniCredit ha subito un ulteriore ridimensionamento, per effetto delle numerose estinzioni anticipate effettuate dagli Enti Locali. Al 30 settembre 2009, il numero di Enti Locali con operazioni in essere si è ridotto a 139 unità rispetto alle 206 al 31 dicembre 2008; il numero dei contratti è sceso a 204 (da 281), mentre il valore nozionale complessivo risulta pari a Euro 2,4 miliardi, in diminuzione del 18% rispetto ai 2,9 miliardi di Euro a fine 2008.

Il *mark-to-market* lordo complessivo ammontava a un valore negativo pari a circa 150,4 milioni di Euro a sfavore della clientela, pari al 6,3% del nozionale. Questo importo fa riferimento al valore dei contratti in essere relativamente alle attese sui flussi di cassa futuri e non include il saldo dei flussi di cassa già incassati/pagati dagli Enti sui contratti sottoscritti con il gruppo UniCredit.

Per quanto riguarda l'entità del contenzioso legale, al 30 settembre 2009 risultano in essere nove cause intentate da Enti su contratti derivati conclusi con il gruppo UniCredit. Il *mark-to-market* negativo su detti contratti ammontava complessivamente a circa 5 milioni di Euro, pari al 3,3% del *mark-to-market* lordo complessivo sulle posizioni in essere con Enti a tale data.

Spunti di riflessione e prospettive per il futuro

I prodotti derivati *over-the-counter* hanno avuto una diffusione enorme negli ultimi anni dal punto di vista dei volumi. Questo sviluppo è stato accompagnato da notevoli miglioramenti in termini, ad esempio, di

standardizzazione della documentazione legale ed introduzione di meccanismi di riduzione dei rischi di controparte. Allo stesso tempo, vi è stato un visibile aumento del grado di complessità degli strumenti, di cui in seguito alla recente crisi finanziaria mondiale è stata anche messa in discussione l'effettiva necessità.

Giova peraltro sottolineare, in quanto spesso oggetto di interpretazioni non corrette, che le banche operanti come intermediari (che quindi non negoziano contratti derivati con la clientela a fini speculativi, ed UniCredit sicuramente appartiene a questo segmento) coprono il rischio di mercato delle operazioni negoziate con i propri clienti quasi contestualmente alla sottoscrizione del contratto. Successivi movimenti di mercato che possono portare il cliente a subire delle perdite non beneficiano in alcun modo la banca. Similmente, futuri guadagni del cliente non sono a scapito della banca. Quindi la quantificazione del *mark-to-market* a distanza dalla data di stipula del contratto non trova, a meno di coincidenze probabilisticamente remote, una corrispondenza esatta con i guadagni o le perdite dell'operatore bancario controparte dell'operazione.

Un'ulteriore precisazione consente poi anche di meglio inquadrare il concetto, spesso citato, di contratti *swap* in equilibrio, almeno da un punto di vista di valutazione. L'idea di *mark-to-market* iniziale a valore zero (e quindi in equilibrio per le due parti) ha valenza solo teorica se il contratto viene concluso con una banca che adotti lo stile operativo descritto in precedenza, cioè di intermediario di rischi. A prescindere dai normali costi aziendali, la scelta di ricoprire le posizioni implica, anche per un operatore delle dimensioni di UniCredit, il pagamento di un costo derivante dal differenziale dei prezzi in denaro e lettera che la banca sostiene per richiudere le operazioni sul mercato. In generale, il *mark-to-market* istantaneo questo effetto non lo cattura, in quanto i prodotti vengono solitamente rivalutati sulla base di prezzi *mid-market*

(letteralmente la media del prezzo denaro e lettera). Inoltre, poiché l'intermediazione non avviene negoziando un prodotto identico a quello venduto al cliente, bensì sulla base dell'effetto che il nuovo prodotto ha sull'intero portafoglio (lo scarto essendo determinato da procedure numeriche che scompongono il prodotto nei suoi elementi di base), esiste un ulteriore rischio modello. Questo sarà contenuto per i prodotti più semplici e chiaramente maggiore per i prodotti più complessi. Infine, la negoziazione con controparti di mercato ha ulteriori costi legati alla solvibilità delle stesse (c.d. rischio di controparte) nonché del cliente contraente, che nel caso delle Pubbliche Amministrazioni, non sottoscrive contratti che prevedano di versare garanzie al variare, se avverso, del valore del contratto.

Il tema relativo all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli Enti Locali va collocato all'interno della problematica generale legata all'attuazione della Direttiva MiFID (1 novembre 2007), che prevede distinte categorie di clienti cui corrispondono differenti livelli di tutela e regole di condotta applicabili agli intermediari. Alla luce del Decreto Legislativo 164/2007, articolo 2, spetta al Ministero dell'Economia, sentita la Banca d'Italia e la Consob, individuare con regolamento i clienti professionali pubblici nonché i criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta. L'esito di questa decisione ha chiare implicazioni sul *modus operandi* cui le banche dovranno attenersi per offrire alle autonomie locali la possibilità di utilizzare i moderni strumenti di gestione finanziaria, assicurando al tempo stesso agli Enti un'adeguata considerazione dei rischi connessi.

Nel frattempo, le nuove regole in materia di classificazione della clientela introdotte dalla MiFID hanno portato UniCredit ad aggiornare le linee guida per l'operatività in derivati con i propri clienti. Tali linee guida riguardano l'adeguatezza dei prodotti offerti, la piena trasparenza sulle condizioni

economiche applicate, nonché un assetto organizzativo mirato ad escludere eventuali conflitti di interesse nell'attività di intermediazione.

Riguardo all'adeguatezza dei prodotti, ai clienti classificati "al dettaglio" ai sensi della MiFID è offerto l'utilizzo degli strumenti finanziari derivati solo per finalità legate al contenimento della variabilità del fattore di rischio coperto.

Per quanto concerne la trasparenza dei prezzi, la stessa categoria di clienti riceve dalla Banca, in fase di proposta e conclusione del contratto, comunicazione dettagliata delle componenti di costo, quali in particolare il costo riconducibile alla copertura dei rischi di mercato e il caricamento commerciale, che include anche la remunerazione per il rischio di credito associato alla transazione, come illustrato in precedenza.

Infine, la Banca ritiene di essere provvista di una struttura organizzativa tale da assicurare la completa indipendenza dell'attività commerciale dalle attività finanziarie svolte in conto proprio. La filosofia di tale assetto è basata sulla centralità del cliente e non del prodotto in se stesso.

Per concludere, a prescindere da quali saranno gli indirizzi definitivi del legislatore, l'attenzione alla semplicità ed adeguatezza dei prodotti, l'opportunità di comunicare nelle fasi di proposta e conclusione del contratto ogni componente di costo in chiaro dettaglio, il rispetto di assetti organizzativi basati sulla centralità del cliente e non del prodotto, eventualmente rafforzati dalla presenza di un supporto qualificato alla gestione finanziaria all'interno dell'amministrazione pubblica stessa, costituiscono, a nostro avviso, una solida base per consentire un utilizzo continuativo e corretto dello strumento finanziario derivato in futuro.



VI Commissione "Finanze e Tesoro" del Senato della Repubblica

**Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli
strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni
nelle pubbliche amministrazioni**

**Audizione del Presidente di Dexia Credioop S.p.A. - Gruppo Dexia
Prof. Mario Sarcinelli
accompagnato dal Vice Direttore Generale dott. Riccardo Massa
e dal Responsabile della Gestione del debito dott. Samir Belarbi**

24 novembre 2009





Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni

Indice

| | |
|---|----------------|
| Presentazione di Dexia Crediop S.p.A. – Gruppo Dexia | pag. 5 |
| L'operatività in derivati di Dexia Crediop S.p.A. con gli Enti Territoriali | pag. 8 |
| Derivati ed Enti Territoriali - Considerazioni conclusive | pag. 20 |
| L'operatività di Dexia Crediop S.p.A. nel settore delle cartolarizzazioni della P.A. | pag. 23 |
| Allegato - FAQ (le domande più frequentemente poste) | pag. 26 |



Onorevoli Senatori, a nome dell'Amministratore Delegato Jean Le Naour, insediatosi nella nuova carica dal settembre scorso, desidero ringraziare il Presidente e la Commissione tutta per aver invitato Dexia Crediop a partecipare all'Audizione odierna.

Sono sicuro che l'occasione permetterà di chiarire l'uso degli strumenti di finanza derivata perfezionati dagli Enti Territoriali con Dexia Crediop.

E' quanto si prefigge il presente documento.



PRESENTAZIONE DI DEXIA CREDIOP S.p.A. – GRUPPO DEXIA

a) Storia di Dexia Crediop

Dexia Crediop S.p.A. è una Banca di diritto italiano, Capogruppo del Gruppo Bancario Dexia Crediop, soggetta alla vigilanza della Banca d'Italia, associata all'Associazione Bancaria Italiana. Essa costituisce l'articolazione italiana di un grande Gruppo Bancario internazionale (Dexia), che ne possiede il 70% per il tramite di Dexia Crédit Local, Banca di diritto francese a sua volta soggetta alla vigilanza della Commission Bancaire, la Direzione Generale della Banca di Francia che svolge le funzioni di controllo degli intermediari creditizi francesi.

Dexia Crediop è stata fondata nel 1919 con il nome di *Consorzio di Credito per le Opere Pubbliche* (Crediop) da Alberto Beneduce – il fondatore dell'IMI e dell'IRI – con l'obiettivo di raccogliere il risparmio nazionale ed indirizzarlo verso la realizzazione di opere pubbliche e di infrastrutture.

Fino al 1992 Ente di diritto pubblico controllato dalla Cassa Depositi e Prestiti, che ne deteneva la maggioranza, la Banca passa poi nell'orbita del Gruppo Bancario San Paolo di Torino e dal 1999 entra a far parte del Gruppo Dexia, che ne detiene i sette decimi. Il restante 30% del capitale è detenuto in quote uguali dalle maggiori Banche Popolari italiane (Banca Popolare di Milano, Banco Popolare e Gruppo Popolare Emilia-Romagna).

b) Il Gruppo Dexia

Il Gruppo Dexia è nato nel 1996 dall'unione di Crédit Local de France, che a sua volta aveva come azionista di riferimento la Caisse des Dépôts et Consignations francese, e del Crédit Communal de Belgique, di proprietà di Comuni e altre Istituzioni pubbliche del Belgio. In seguito agli interventi per il rafforzamento del capitale nel settore Bancario dovuti alla crisi finanziaria del 2008, i soci pubblici di riferimento del Gruppo Dexia sono attualmente la Repubblica Francese (che partecipa al capitale sia direttamente sia attraverso la Caisse des Dépôts et Consignations), il Regno del Belgio, le tre Regioni belghe ed una pluralità di Comuni belgi, attraverso una Holding di loro proprietà. Il Gruppo Dexia, come il Crediop in Italia, è specializzato nei servizi finanziari al settore pubblico e in particolare nel finanziamento di opere pubbliche ed infrastrutture realizzate da Enti Locali. Al 31 marzo 2009, infatti, il Gruppo Dexia ha in essere finanziamenti a lungo termine verso Enti Locali di vari Paesi europei per oltre 258 miliardi di euro. E' quindi, per gli Enti Locali del Continente, uno dei maggiori finanziatori nonché un *partner* finanziario dotato, proprio per la durata degli impegni con la clientela, di un'ottica di lungo periodo.

c) Le attività di Dexia Crediop

A distanza di quasi un secolo, il progetto originario alla base della fondazione di Crediop permane intatto: la Banca è interamente focalizzata sul finanziamento di investimenti e di



infrastrutture al servizio della collettività ed utilizza fondi raccolti presso risparmiatori ed investitori istituzionali.

Quest'anno Dexia Crediop celebra 90 anni di attività Bancaria al servizio della Pubblica Amministrazione. La collaborazione ha trasformato quote importanti del risparmio delle famiglie nei grandi investimenti infrastrutturali italiani ed in migliaia di opere pubbliche di ogni tipo realizzate da Enti Pubblici e da Regioni, Province e Comuni: ferrovie, strade e grandi autostrade, ospedali, porti, scuole, metropolitane, la TAV, le opere a salvaguardia della laguna veneta, le grandi opere di bonifica ed irrigue... ed oggi le energie rinnovabili.

Dexia Crediop ha adottato fin dal 2004 una Politica Ambientale e di Sostenibilità. L'impegno per lo sviluppo sostenibile e la responsabilità sociale d'impresa è testimoniato, fra l'altro, dal rinnovo triennale della certificazione ISO14001 (uno degli standard internazionali relativi alla gestione ambientale delle organizzazioni), della registrazione EMAS (Sistema comunitario di ecogestione e *audit*) e dalla pubblicazione della Dichiarazione Ambientale 2008.

Dexia Crediop, inoltre, ha espresso sino a questo momento la propria vocazione al finanziamento del mondo pubblico anche attraverso la sua partecipazione nell'Istituto per il Credito Sportivo (ICS), del quale è il più importante socio privato con una quota del 21,62%, pari a quella detenuta dalla Cassa Depositi e Prestiti. L'ICS è oggi l'ultimo Istituto Bancario di Diritto Pubblico, oltre alla Banca d'Italia. L'Istituto finanzia il mondo dello sport e della cultura italiani in applicazione delle linee guida fissate dai tre Ministeri competenti: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Ministero dello Sport e Ministero per i Beni e le Attività Culturali.

In Italia, la clientela di Dexia Crediop è costituita da Regioni, Province, Comuni e da Società di servizi pubblici ad essi appartenenti, da Enti del settore sanitario, Università, Aziende portuali, Aziende pubbliche per la casa, altre pubbliche Amministrazioni, concessionari della realizzazione o gestione di infrastrutture di pubblico servizio. La clientela di Dexia Crediop è esclusivamente italiana.

Al 31 dicembre 2008 Dexia Crediop ha:

- finanziamenti in essere verso tale clientela per circa 34 miliardi di euro;
- titoli in circolazione per quasi 24 miliardi di euro;
- attivi di bilancio per circa 63 miliardi di euro, che la collocano all'11° posto tra le Banche italiane.

d) La relazione fra Dexia Crediop e le Amministrazioni pubbliche

Dexia Crediop è per dimensioni e storia la prima Banca in Italia nel finanziamento degli Enti Territoriali. E' inoltre l'unico Gruppo Bancario che finanzia "solo" Enti Pubblici italiani o infrastrutture del territorio italiano.



Per la propria eredità storica, per la particolare specializzazione operativa del Gruppo Dexia e per le caratteristiche del proprio *business*, Dexia Crediop ha un interesse vivo e specifico nella corretta gestione finanziaria nel lungo periodo delle Amministrazioni pubbliche che ne costituiscono la clientela e nel rapporto duraturo di *partnership* con gli Enti pubblici verso i quali è esposta.

La gamma di prodotti e servizi offerti si è nel tempo ampliata in funzione dell'evoluzione del mercato, delle tecniche finanziarie e delle competenze attribuite agli Enti Territoriali ed alle strutture ad essi appartenenti.

Agli Enti Territoriali ed alle loro Aziende Dexia Crediop offre:

- finanziamenti a medio e lungo termine;
- organizzazione e sottoscrizione di prestiti obbligazionari;
- operazioni di *project financing* e di *partnership* pubblico-privato;
- operazioni di gestione attiva del debito, inclusi i derivati;
- acquisto di crediti verso la PA;
- gestione della liquidità;
- assistenza al *rating*.

La nostra rivista *Public Finance*, disponibile sul nostro sito Internet, mette a disposizione di chiunque ricerche ed approfondimenti in materia di finanza pubblica. La Banca organizza da 10 anni un Convegno che è divenuto l'occasione di incontro tra rappresentanti di Enti Locali ed Istituzioni su temi riguardanti la collettività, il mondo della Pubblica Amministrazione e gli investimenti pubblici. L'ultima edizione (ottobre 2009) è stata incentrata sul tema del rischio sismico ed idrogeologico cui sono esposte le infrastrutture della Sanità e della Scuola italiana. Nell'occasione è stato presentato uno studio commissionato da Dexia Crediop a Cresme che ha mappato la collocazione sul territorio nazionale delle strutture a rischio.

Per Dexia Crediop le operazioni su derivati con Enti Territoriali sono uno fra i prodotti e servizi che vengono offerti, con la cura e l'attenzione con cui proponiamo ogni altro servizio o prodotto che ci hanno meritato nel tempo la fiducia dei nostri clienti, le Pubbliche Amministrazioni.

L'attività di Dexia Crediop si rivolge principalmente agli Enti di maggiori dimensioni. Si tratta di un numero limitato di clienti che, occorre sottolinearlo ancora una volta, sono esclusivamente italiani.

Abbiamo quindi interesse ad un approccio commerciale di lungo respiro, teso non a massimizzare la redditività immediata ma a coltivare una relazione di fiducia reciproca sul lungo periodo; questo non perché pretendiamo di essere eticamente migliori di altri ma, semplicemente, perché il nostro modello di *business* non ce lo consente.



L'OPERATIVITÀ IN DERIVATI DI DEXIA CREDIOP S.p.A. CON GLI ENTI TERRITORIALI

1. Premessa

a) I finanziamenti per le Amministrazioni Pubbliche e le infrastrutture concessi negli ultimi anni da Dexia Crediop

Dexia Crediop finanzia da 90 anni gli Enti Territoriali e gli altri soggetti che realizzano infrastrutture pubbliche o svolgono servizi pubblici.

La Banca, nel corso degli ultimi 10 anni, ha erogato per le Amministrazioni Pubbliche e per le infrastrutture un ammontare complessivo di finanziamenti pari a EUR 47 Mld (v. tab. qui di seguito riportata).

| Dexia Crediop - Finanziamenti erogati negli ultimi 10 anni (in € miliardi) | |
|--|-----------------|
| ANNO | IMPORTI ANNUALI |
| 1999 | 2,4 |
| 2000 | 2,6 |
| 2001 | 3,2 |
| 2002 | 3,7 |
| 2003 | 4,5 |
| 2004 | 7,0 |
| 2005 | 8,0 |
| 2006 | 6,7 |
| 2007 | 5,2 |
| 2008 | 4,0 |
| TOTALE | 47,3 |

Nel settore della finanza Pubblica, il nostro *target* di clientela, è costituito principalmente dagli Enti di maggiori dimensioni, così ripartiti:

- 19 Regioni e 2 Province Autonome;
- 80 Province;
- circa 180 comuni, quelli di più grande dimensione.

b) Nascita e sviluppo del ricorso ai derivati da parte degli Enti Territoriali

L'attività in derivati di Dexia Crediop con gli Enti Territoriali è iniziata nel corrente decennio.



Gli Enti Territoriali italiani possono ricorrere al debito esclusivamente per il finanziamento di investimenti. Il debito viene contratto a tasso d'interesse fisso o variabile. entrambe le scelte sono autorizzate dal legislatore ed implicano rischi e vantaggi specularmente contrapposti.

All'inizio degli anni 2000, con la notevole diminuzione dei tassi d'interesse connessa all'entrata in vigore dell'euro, gli Enti Territoriali si sono trovati a fruire di condizioni di tasso molto favorevoli sulle nuove operazioni di debito ma nel contempo a pagare, sul "vecchio" debito a tasso fisso, tassi d'interesse molto più elevati rispetto a quelli ormai correnti sul mercato.

In altri termini, gli Enti hanno sperimentato nei propri conti che non esiste una posizione di tasso che risulti vantaggiosa in ogni circostanza e che, in operazioni di lunga durata, le circostanze che giustificavano la scelta iniziale possono mutare anche più di una volta.

In un contesto di accresciuta variabilità dei tassi, gli Enti hanno constatato che, una volta contratto un debito a lungo termine, è prudente cercare di gestirne i rischi e le opportunità impliciti nella posizione di tasso assunta.

Quindi, gli Enti hanno cominciato a rivolgersi alle Banche non più solo in veste di finanziatrici, ma anche come controparti per operazioni di gestione attiva del debito.

Rinegoziare le condizioni finanziarie dei mutui contratti e delle emissioni collocate con la Banca originaria non è spesso possibile, richiede comunque tempi lunghi e procedure formali, infine porta ad un risultato che è sempre frutto di un compromesso poiché quanto maggiore è la convenienza per il mutuatario, tanto minore è quella del mutuante.

Si è quindi diffuso ed è stato regolamentato l'uso di derivati per gli Enti Territoriali che presenta in definitiva i seguenti vantaggi:

- svincola la rinegoziazione dalla volontà del finanziatore;
- permette di porre in concorrenza diversi soggetti per trasformare il regime di tasso del debito;
- assicura flessibilità di gestione potendo essere perfezionato in tempi estremamente rapidi.

c) Effetti dell'uso dei derivati sul regime di tasso del debito degli Enti Territoriali

Con l'operazione derivata, l'Ente non fa altro che sostituire il "vecchio" tasso d'interesse che gravava sul proprio debito con uno "nuovo", in maniera semplice:

- l'Ente riceve dalla Banca controparte del derivato un flusso di interessi calcolato al "vecchio" tasso che l'Ente corrisponde al finanziatore originario; in tal modo i "vecchi" interessi risultano per l'Ente compensati;
- l'Ente paga alla Banca controparte del derivato un flusso di interessi calcolato al "nuovo" regime di tasso riferito al debito sottostante; questo flusso di cassa costituisce quindi il nuovo e unico costo del debito per l'Ente.



- l'eventuale estinzione anticipata del derivato fa sì che il "nuovo" tasso d'interesse scompaia e che l'Ente si ritrovi a pagare il "vecchio" tasso di interesse.

2. Lo stock di operazioni in derivati attualmente in essere tra Dexia Crediop e gli Enti Territoriali

Attualmente Dexia Crediop ha in essere n. 71 operazioni in derivati di cui:

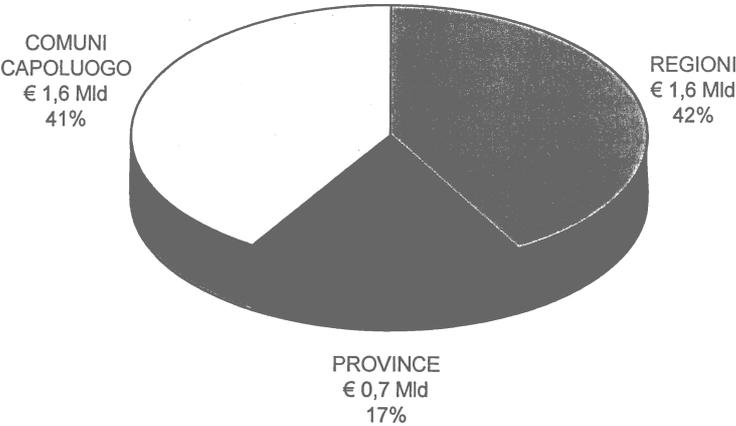
- n. 65 riferite solo al regime di tasso;
- n. 6 riferite sia al regime di tasso che di ammortamento.

Tali operazioni sono state perfezionate con n. 36 Enti Territoriali: si tratta di Regioni, Province o Comuni capoluogo di provincia.

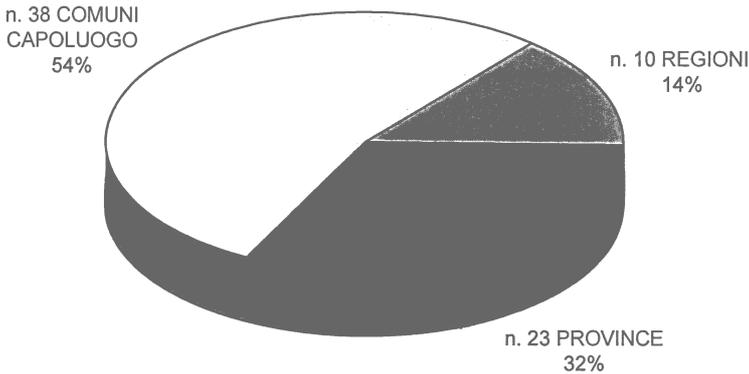
All'interno del nostro *target* di clientela, di norma solo i clienti più grandi sono quelli che realizzano operazioni in derivati. Ai 36 clienti che hanno perfezionato con Dexia Crediop tali operazioni, quindi, corrisponde un importo nozionale complessivo di 3,9 Mld EUR.

Nella pagina seguente vengono riportati due grafici che riepilogano la ripartizione dello stock di operazioni in derivati per tipo di Ente:

RIPARTIZIONE NOZIONALE PER TIPO ENTE



RIPARTIZIONE N° OPERAZIONI PER TIPO ENTE



3. La tipologia di prodotti derivati che Dexia Crediop ha in essere con gli Enti Territoriali

Le operazioni che Dexia Crediop ha in essere con gli Enti sono state perfezionate per uno dei tre seguenti obiettivi:

a) Protezione contro un rialzo dei tassi (48 operazioni con nozionale di 2,65 Miliardi di Euro):

L'Ente ha un debito a tasso variabile (Euribor) e vuole proteggersi contro la risalita dei tassi: Il debito dopo la trasformazione del tasso risulta regolato da:

- Strutture a tasso fisso (analoghe a quelle realizzate dalla CDDPP)
- Strutture di tipo *collar* che prevedono un tasso variabile che può oscillare all'interno di limiti predeterminati. Provenendo da un tasso variabile, la trasformazione in *collar* ha come finalità quella di stabilizzare entro limiti prefissati il costo del debito rinunciando a eventuali tassi Euribor più bassi del limite inferiore del *collar*.

Questa prima tipologia di protezione, nei rapporti tra Dexia Crediop e gli Enti Territoriali rappresenta:

- il 67% dei volumi delle operazioni in derivati in essere;
- il 68% del numero di operazioni in derivati in essere.

b) Riduzione del costo del debito (23 operazioni con nozionale di 1,3 Miliardi di Euro):

L'Ente ha un debito a tasso fisso e attraverso l'operazione in derivati ha come obiettivo di beneficiare di eventuali riduzioni dei tassi, trasformando il tasso fisso in una struttura di tipo *collar*.

In questo caso, provenendo da un tasso fisso, la trasformazione in *collar* ha come finalità quella di ridurre il costo del debito accettando un rischio limitato di tasso, ove il tasso Euribor divenga superiore al tasso fisso iniziale della passività.

c) Ammortamento del debito:

Dal punto di vista della tipologia di tasso applicato, queste operazioni rientrano in una delle due categorie precedentemente indicate sotto le lettere a) e b) ed il relativo nozionale, pari a 1,1 Miliardi di Euro (6 operazioni), è già ricompreso nel nozionale ivi indicato.

L'obiettivo di tali operazioni di *swap* d'ammortamento (obbligatorie per legge in forza dell'art. 2 del DM 389/2003) è di trasformare un titolo obbligazionario con un rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza, in un titolo ammortizzabile con un profilo di rimborso periodico del capitale.



Dexia Crediop ha realizzato solo *swap* d'ammortamento con cinque tra i suoi più grandi clienti; tali operazioni prevedono esclusivamente l'ammortamento del titolo e l'investimento "sintetico" in titoli dello Stato Italiano delle somme periodicamente versate dall'Ente.

Dexia Crediop non ha mai realizzato operazioni di "*Sinking Fund*" che, secondo le norme vigenti, prevedono la possibilità di investire e disinvestire le quote di capitale su una pluralità di rischi (Stati, Enti Pubblici e Aziende Pubbliche della zona Euro).

Tutte le operazioni in derivati perfezionate da Dexia Crediop con gli Enti Territoriali sono state realizzate:

- in corrispondenza e per la copertura di passività sottostanti effettivamente dovute.
- nel rispetto della normativa tempo per tempo vigente.
- non hanno mai avuto né finalità speculative, né finalità di finanziamento.

Con riferimento alla documentazione contrattuale relativa a tutte le suddette operazioni, inoltre:

- Dexia Crediop ha sempre verificato che la stessa sia stata trasmessa al Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) in ottemperanza agli obblighi normativi in vigore dal 2007;
- da quanto risulta a Dexia Crediop, nessuno dei contratti perfezionati con la propria clientela è stato successivamente inoltrato dal MEF alla Corte dei Conti ai sensi della Legge 27 dicembre 2006 n. 296 (Legge Finanziaria 2007) e successiva circolare esplicativa¹.

L'operatività di Dexia Crediop si è quindi strettamente limitata:

- a prodotti di base che sono stati utilizzati nei termini previsti dalle norme e solo per finalità di gestione del debito;
- a una clientela ristretta: 36 clienti ad oggi, tutti Regioni, Province e Comuni capoluogo di Provincia.

¹ inoltrato da effettuarsi nel caso di contratti in violazione della normativa vigente.

4. La policy adottata da Dexia Crediop nella realizzazione delle operazioni in derivati con EE.TT.

4.1. Classificazione della clientela

Dexia Crediop, per propria politica aziendale, non ha richiesto il rilascio, da parte del cliente, della dichiarazione di operatore qualificato garantendo quindi all'Ente la massima tutela. Successivamente all'entrata in vigore della MiFID (1° novembre 2007), in attesa dell'emanazione del regolamento del MEF relativo all'individuazione dei criteri di qualificazione dei soggetti pubblici, Dexia Crediop ha adottato la seguente politica aziendale:

- gli Enti Locali vengono classificati come clienti *retail*;
- le Regioni, sulla base del dettato testuale della Direttiva MiFID 2004/39/CE del 21 aprile 2004 (cfr. dizione "governi nazionali e regionali"), vengono classificate come *professional*, salvo richiesta di queste ultime di essere classificate quali clienti *retail*.

4.2. Lo standard contrattuale di Dexia Crediop

Lo standard contrattuale di Dexia Crediop prevede:

- documento di conferma dei termini e delle condizioni dell'operazione in derivati in lingua italiana;
- Accordo Quadro ISDA in lingua inglese, accompagnato da una traduzione di cortesia in lingua italiana.

La conferma dei termini e delle condizioni dell'operazione esplicita in maniera analitica tutte le informazioni relative alle condizioni finanziarie dell'operazione ed include, tra l'altro:

- un paragrafo che indica l'importo nozionale dell'operazione alle varie scadenze;
- un paragrafo che descrive i tassi a pagare e a ricevere nell'operazione e le regole di calcolo degli interessi;
- un paragrafo che contiene la spiegazione del rischio di mercato specifico dell'operazione;
- un paragrafo che prevede la facoltà per l'Ente di estinzione anticipata dell'operazione e le relative modalità di esercizio.

Tutta la documentazione precontrattuale – documento sui rischi generali e documento illustrativo del prodotto finanziario – è redatta in lingua italiana.

4.3. Dexia Crediop ed il rispetto dei principi di correttezza e di trasparenza nei confronti del cliente

4.3.1. Il processo di elaborazione ed approvazione di un'operazione con un Ente Territoriale

Le soluzioni di gestione del debito e la documentazione illustrativa delle stesse vengono predisposte "su misura" da un ufficio dedicato, formato da qualificati professionisti del settore e validate dagli organi deliberanti della Banca². L'illustrazione concreta al cliente di tali

² Il suddetto ufficio è costituito da specialisti del mondo pubblico che hanno un'esperienza sia tecnico-finanziaria sia del quadro normativo nel quale operano gli enti territoriali. Lo stesso *team* assicura



soluzioni viene effettuata dai soggetti addetti alla relazione con la clientela (anch'essi qualificati professionisti, dipendenti della Banca, tutti iscritti all'Albo dei promotori finanziari come previsto dalla legge), di norma affiancati da un membro dell'ufficio sopra indicato.

A partire dall'obiettivo di gestione finanziaria manifestato dal cliente, la soluzione proposta da Dexia Crediop, in definitiva, non è la soluzione del singolo soggetto "addetto alla vendita", ma il risultato:

- di una strategia *ad hoc*, elaborata da un *team* di professionisti, allo scopo di rispondere all'obiettivo di gestione finanziaria manifestato dal cliente;
- di un processo chiaro, codificato e tracciabile, che permette soluzioni ponderate e riduzione della discrezionalità degli addetti, con attenzione anche agli eventuali conflitti di interesse che possano arrecare pregiudizi ai propri clienti;
- di una condivisione a livello aziendale da parte degli organi competenti.

L'ingresso di un prodotto nel portafoglio prodotti di Dexia Crediop, peraltro, avviene solo previa approvazione di uno specifico comitato aziendale a cui partecipano le diverse strutture aziendali coinvolte nel processo decisionale tra cui il Dipartimento legale, la Compliance ed il Risk Management. Tale comitato valuta, tra le altre cose, la coerenza degli stessi con le necessità di corretta gestione della cosa pubblica proprie degli Enti clienti di Dexia Crediop. Tenuto conto del *target* di clientela della Banca, peraltro, la stessa clientela ha mediamente un profilo di conoscenze ed esperienze in campo finanziario non trascurabile; ciononostante, i clienti di Dexia Crediop sono comunque in gran parte classificati (e trattati) dalla Banca come *retail*.

Si segnala infine che Dexia Crediop non ha mai utilizzato consulenti esterni e/o reti commerciali terze per sviluppare la propria operatività in derivati con gli Enti Territoriali. Al contrario tutte le operazioni sono state gestite direttamente dalla Banca, in sede.

4.3.2. L'illustrazione al cliente delle soluzioni di gestione del debito

Con riferimento alla presentazione delle soluzioni di gestione del debito elaborate dalla Banca (a partire dalle esigenze manifestate dal cliente), è da dire che i meccanismi di funzionamento delle operazioni vengono sempre chiaramente rappresentati nella documentazione pre-contrattuale. Tale documentazione è illustrata sempre anche verbalmente, oltre che accompagnata, come visto, dal documento informativo sulla natura e i rischi relativi ad operazioni e strumenti finanziari derivati/*swap* (seguito, come detto, dalla descrizione, in sede contrattuale, del rischio specifico relativo alla singola operazione).

l'assistenza al cliente anche nella fase successiva alla stipula dell'operazione, lungo tutta la durata della stessa.



4.3.3. Dexia Crediop e la comunicazione del margine di intermediazione

Fino ad oggi, in linea con la prassi seguita dal mercato – non solo con riferimento alle operazioni in derivati ma anche, ad esempio, alle operazioni di mutuo – Dexia Crediop non ha esplicitato ai clienti il proprio margine di intermediazione sulle operazioni in derivati³.

L'esplicitazione del margine d'intermediazione, in analogia con quanto avviene per le operazioni di mutuo, non è stata mai ritenuta significativa, nel presupposto che gli elementi effettivamente utili ed interessanti per il cliente fossero invece le condizioni finanziarie alle quali l'operazione è regolata.

Infatti, quando un Ente bandisce una gara per la contrazione di un mutuo, la migliore offerta economica viene individuata mettendo in concorrenza gli offerenti sulle condizioni finanziarie. Del resto, prima che l'operatività in derivati con gli Enti Territoriali suscitasse il dibattito attuale, Dexia Crediop non ha mai ricevuto alcuna richiesta in tal senso da nessuno dei consulenti specializzati (sia in materia finanziaria sia legale) che nel tempo hanno assistito gli Enti Territoriali nelle loro operazioni di gestione del debito.

In ogni caso si sottolinea che Dexia Crediop, sia nella fase pre-contrattuale che in quella contrattuale, non ha mai ingenerato nel cliente l'aspettativa, economicamente assurda, che l'operazione fosse posta in essere senza la presenza di un margine di intermediazione per la Banca, anche perché la sua esistenza è imposta dalla normativa nazionale ed internazionale.

L'esplicitazione del margine d'intermediazione per le operazioni in derivati diverrà obbligatoria con l'adeguamento alle disposizioni MiFID di Livello 3 (comunicazione CONSOB declinata nelle Linee Guida Interassociative) approvate nel corso del 2009.

4.3.4. Dexia Crediop e la tematica "upfront"

La politica aziendale prevede, di base, la realizzazione di prodotti derivati senza la presenza di alcun *upfront*. Nei pochi casi in cui Dexia Crediop ha perfezionato operazioni con *upfront*, è stato sempre rispettato il limite dell'1% del nozionale previsto dalla normativa.

La Banca ha in essere solo sette contratti che hanno previsto la corresponsione di un *upfront* a favore dell'Ente; si tratta di contratti perfezionati con solo tre clienti, per un *upfront* complessivo di ca 1 mln €. Tale importo, rapportato al nozionale complessivo originario delle operazioni attualmente in essere tra Dexia Crediop e tutti i propri clienti, ne rappresenta una parte molto esigua, pari a meno dello 0,03% di tale nozionale.

³ Con riferimento ad un mutuo a tasso variabile, ad esempio, una cosa è l'esplicitazione dello *spread* al quale il mutuo stesso viene concesso, altra cosa è l'esplicitazione del margine di intermediazione della banca. Su un ipotetico mutuo ad euribor + 0,50%, infatti, una banca potrebbe avere un margine di intermediazione dello 0,50%, ove la banca avesse un costo della provvista pari ad euribor flat, oppure dello 0,10% ove tale costo fosse pari ad euribor + 0,40%. A parità di condizioni finanziarie del mutuo, banche diverse possono ben avere margini di intermediazione diversi.



Ciò significa che per gli Enti Territoriali clienti di Dexia Crediop il ricorso all'*upfront* quale strumento di finanziamento è stato sostanzialmente nullo. Il rilievo, da più parti avanzato, secondo il quale il versamento di un *upfront* si sarebbe risolto, nella prassi, in un elemento chiave per il perfezionamento di prodotti derivati non trova quindi alcun riscontro nell'esperienza di Dexia Crediop.

4.3.5. Dexia Crediop ed il rischio di credito corso dall'Ente nelle operazioni in derivati

Dexia Crediop ha posto sempre molta attenzione sul rischio di credito che gli Enti corrono nelle loro operazioni in derivati.

Come conseguenza di ciò, essa è stata tra le prime Banche a perfezionare un *collateral* (contratto di garanzia finanziaria di diritto italiano, redatto in lingua italiana) per garantire gli Enti Territoriali dal rischio di credito connesso a Dexia Crediop. Diversamente dai *collateral* in uso tra Banche, infatti, nel *collateral* tra Dexia Crediop e l'Ente Territoriale la garanzia non è bi-laterale ma solo a favore dell'Ente Territoriale.

Si tratta di un servizio fornito anche laddove l'esposizione dell'Ente nei confronti di Dexia Crediop non supera il limite del 25%, previsto dalla normativa (DM 389/2003 e relativa circolare esplicativa), di esposizione in derivati con la singola Banca (limite calcolato sul totale delle operazioni in derivati in essere per l'Ente).

4.3.6. Dexia Crediop e l'individuazione delle condizioni finanziarie delle operazioni

L'elaborazione del *pricing* degli strumenti derivati viene effettuata da Dexia Crediop sulla base di un processo codificato a livello aziendale.

Tale processo è mirato, tra l'altro, a ridurre la discrezionalità degli addetti nella definizione delle condizioni finanziarie applicabili al cliente.

L'esecuzione delle operazioni avviene nel rispetto della *execution policy* della Banca, a garanzia di esecuzione alle migliori condizioni per il cliente.

Le operazioni in derivati con gli Enti Territoriali, che sono negoziate da Dexia Crediop sempre in contropartita diretta con l'Ente, sono sempre a loro volta coperte sul mercato; anche in questa operatività, quindi, Dexia Crediop ricopre sempre il ruolo che le è proprio, cioè quello istituzionale di intermediario finanziario.

Ciò implica, tra l'altro, che Dexia Crediop non trae vantaggio nemmeno dalle variazioni del valore di mercato delle operazioni. Una variazione del *Mark to Market* in senso sfavorevole per l'Ente, infatti, non si traduce in alcun modo in un vantaggio per la Banca; si tratta, al contrario di un evento non desiderabile per la Banca, in quanto implica un aumento dell'esposizione di credito nei confronti del cliente, con conseguenze in termini di maggiori accantonamenti di capitale ai fini di vigilanza prudenziale.

4.3.7. Dexia Crediop ed il monitoraggio del Mark to Market (MtM) delle operazioni

Sebbene la corretta prospettiva nella quale inquadrare le operazioni di gestione del debito non sia quella del MtM, dall'inizio della propria attività nel settore e fino al dicembre 2008 Dexia Crediop ha sempre dato la più ampia disponibilità a calcolare e comunicare



periodicamente, a tutti i clienti che ne facessero richiesta, il MtM delle operazioni riferito a qualsiasi istante successivo al ricevimento della richiesta.

Dal 1° gennaio 2009, il MtM delle operazioni viene inviato con cadenza mensile a tutti i clienti (siano esse Regioni, Province o Comuni), indipendentemente dal segno algebrico di tale valore. Esso viene calcolato sulla base dei modelli interni di *pricing* della Banca, utilizzati anche per la redazione del proprio bilancio.

4.3.8. Dexia Crediop e l'estinzione anticipata delle operazioni

Dexia Crediop prevede espressamente nel suo standard contrattuale la facoltà per il cliente di estinguere anticipatamente l'operazione in derivati in qualunque momento. Il calcolo del valore di estinzione avviene sulla base delle condizioni di mercato vigenti al momento dell'estinzione stessa, cioè al valore del MtM in quel momento.

Dexia Crediop ha sempre dato seguito tempestivamente a tutte le richieste di estinzione anticipata ricevute dai clienti.

5. Dexia Crediop e la politica di remunerazione/incentivazione dei propri collaboratori

I sistemi premianti e di incentivazione di Dexia Crediop assicurano la coerenza con le disposizioni di legge, con le previsioni del vigente codice deontologico interno, nonché con i principi contenuti nei protocolli previsti dal Modello Organizzativo.

La politica di remunerazione dell'azienda, in linea con le indicazioni provenienti dall'autorità di vigilanza, è improntata:

- a strategie di lungo periodo;
- a un corretto bilanciamento tra componenti fisse e variabili e tra breve e lungo periodo;
- all'utilizzo di meccanismi volti ad assicurare il collegamento dei sistemi incentivanti con risultati effettivi e duraturi;
- a non accrescere i rischi aziendali, servendosi di parametri corretti per il rischio.

La componente variabile della remunerazione dei collaboratori coinvolti nell'attività di gestione del debito, in particolare, non è commisurata direttamente al raggiungimento degli obiettivi di redditività connessi ad una singola e specifica operazione in derivati, bensì al raggiungimento degli obiettivi di redditività connessi all'attività della Banca nel suo complesso o di macrosettori operativi, di cui, come abbiamo visto, l'operatività in derivati rappresenta solo una parte.



6. La contribuzione di Dexia Crediop al Gruppo di lavoro ABI/ANCI/UIP per l'elaborazione dei Criteri Guida

Come evidenziato in sede di audizione dell'ABI, l'esigenza di creare un contesto a completa tutela di tutti gli operatori, unitamente ad una consapevolezza delle Banche circa le peculiarità della clientela avente il connotato pubblico, hanno spinto l'industria Bancaria a prendere, già da tempo, delle significative iniziative.

Sin dalla costituzione, avvenuta nel 2005, del gruppo di lavoro ABI/ANCI/UIP (che ha visto anche il coinvolgimento del MEF), Dexia Crediop ha collaborato fattivamente allo stesso, partecipando a tutte le sue riunioni e contribuendo concretamente alla realizzazione del documento contenente i Criteri Guida per l'uso dei derivati da parte degli Enti Territoriali.



DERIVATI ED ENTI TERRITORIALI - CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

a) Dexia Crediop e l'operatività in essere con gli Enti Territoriali

In sintesi, per Dexia Crediop occorre sottolineare i seguenti punti con riferimento all'operatività in derivati con gli Enti Territoriali:

- Dexia Crediop concentra la propria attività in derivati su un numero ristretto di Enti di grandi dimensioni e di significativo *standing* gestionale. Ad oggi Dexia Crediop ha in essere operazioni in derivati con n. 36 Enti Territoriali, costituiti esclusivamente da Regioni, Province e Comuni capoluogo di provincia;
- Le operazioni perfezionate da Dexia Crediop non hanno caratteristiche speculative, in quanto perfezionate su passività effettivamente dovute e secondo le tipologie tassativamente previste dalla legge;
- L'operatività di Dexia Crediop, infine:
 - è stata sempre improntata al rispetto dei principi di trasparenza e correttezza nei confronti del cliente;
 - è stata sempre svolta in un'ottica di relazione di lungo periodo con gli Enti stessi, nel quadro di un modello di *business* basato sul settore pubblico. La Banca, avendo esposizioni creditizie rilevanti e di lunga durata verso gli Enti, non ha interesse alla massimizzazione del profitto immediato a scapito di una relazione di fiducia reciproca sulla lunga durata. Il nostro modello di business, come visto, non ce lo consente.

b) Dexia Crediop e le Istituzioni

Come già evidenziato, Dexia Crediop è sul mercato da 90 anni per fornire finanziamenti e servizi finanziari agli Enti Territoriali; non si tratta di una presenza volta alla massimizzazione degli utili immediati, ma di un modello di *business* interessato ad un rapporto di fiducia e trasparenza di lungo periodo con le Amministrazioni pubbliche italiane. Il *rating* di Dexia Crediop tiene necessariamente conto della salute finanziaria degli Enti Territoriali italiani, verso i quali la Banca è esposta. Dexia Crediop non è l'unica Banca ad avere un interesse economico alla stabilità della finanza pubblica italiana, ma è l'unica ad averlo come interesse esclusivo.

Dexia Crediop ha sempre dialogato e collaborato con le Istituzioni per creare e migliorare le opportunità di intervento finanziario a sostegno degli investimenti pubblici e delle necessità della finanza locale ed intende continuare a farlo.

Questa audizione appare quindi particolarmente opportuna per fornire qualche valutazione di contesto e di prospettiva che si spera utile all'indagine in corso.



c) I derivati degli Enti Territoriali: il contesto attuale

I derivati sono stati per gli Enti Territoriali italiani, in applicazione delle normative ministeriali, essenzialmente uno strumento per trasformare, mediante uno scambio di flussi finanziari, il regime della quota interessi dei debiti sottostanti. In sostanza, un Ente che deve degli interessi calcolati in un certo modo ad un finanziatore sceglie di modificare tale tasso facendosi corrispondere da altro soggetto l'importo dovuto con il "vecchio" tasso e corrispondendo in sua vece un altro tipo di tasso. Entrambe le tipologie di tasso devono rientrare tra quelle ammesse.

Se codesta Commissione riuscisse nell'intento di ripulire il dibattito sui derivati degli Enti Territoriali da tutta la passionalità, la tendenziosità e talvolta anche la falsità che lo ha caratterizzato sulla stampa e sugli altri media avrebbe fatto cosa grande.

d) I derivati degli Enti Territoriali: prospettive

d.1) La "questione derivati Enti Territoriali"

In una logica prospettica, la "questione derivati degli Enti Territoriali" si riduce, nella sua essenza, a chiedersi se ad un Ente Pubblico debba essere consentito (e se sì, con quali strumenti ed entro quali limiti) di modificare le scelte di tasso d'interesse sul debito a lungo termine in essere, o se il legislatore ritenga invece che la scelta iniziale debba essere immutabile per tutta la durata delle operazioni, qualunque sia l'evoluzione successiva del mercato.

d.2) L'utilità prospettica dell'utilizzo di derivati da parte degli Enti Territoriali e gli effetti di un eventuale ricorso generalizzato all'estinzione anticipata delle operazioni in essere

Tenuto conto che nel periodo di rimborso di un debito a lungo termine le condizioni di mercato possono variare diverse volte, sotto un profilo gestionale appare preferibile garantire la possibilità di avere più opzioni nel tempo invece di limitarle a quelle del momento iniziale. L'uso di strumenti derivati *plain vanilla* appare lo strumento in grado di consentire flessibilità di utilizzo e di non subordinare le scelte successive alla volontà del finanziatore originario. E' ovviamente compito del legislatore individuare il corretto bilanciamento tra libertà contrattuale e interesse pubblico, dopo aver valutato le conseguenze pratiche delle decisioni prese.

L'ipotesi, da varie parti avanzata, di un ricorso generalizzato alla chiusura anticipata dei contratti deve essere valutata alla luce di due distinte considerazioni:

- La Banca controparte del derivato non trae un margine di intermediazione aggiuntivo dall'evoluzione dei tassi: in altri termini, se i tassi di mercato aumentano o diminuiscono ciò non aumenta il margine della Banca; non esiste né può esistere un



interesse economico della Banca a mantenere in essere un'operazione in attesa che i tassi di mercato salgano o scendano; sono prive di fondamento tecnico ipotesi che attribuiscono alle Banche la volontà di non chiudere le operazioni in funzione di stime sull'andamento futuro dei tassi.

- Viceversa gli Enti hanno, oltre ai derivati, la passività sottostante. Come abbiamo visto, la chiusura del derivato fa sì che il "nuovo" tasso d'interesse non esista più e di conseguenza l'Ente si ritrovi a pagare il "vecchio" tasso di interesse, fisso o variabile, che non viene più coperto dal derivato. Un ricorso generalizzato all'estinzione anticipata comporterebbe quindi null'altro che il generale ritorno del costo del debito degli Enti alle condizioni previste nei singoli contratti originari.

Non esiste quindi alcun modo di predire che un'estinzione anticipata del derivato provocherà o no, di per sé, un vantaggio economico o finanziario, fino al rimborso dell'operazione di debito sottostante. Tale estinzione comporta semplicemente il venir meno dei rischi e delle opportunità propri del regime di tasso scelto dall'Ente con il derivato e la loro sostituzione con i rischi e le opportunità – specularmente contrapposti – delle operazioni sottostanti.

d.3) L'utilità di un quadro normativo certo e stabile

Qualora il legislatore italiano ritenga preferibile continuare a concedere agli Enti Territoriali la possibilità di modificare il tasso d'interesse sulle operazioni di debito in essere, si ritiene che l'obiettivo principale da porsi sia quello di delineare un quadro normativo certo e stabile, che limiti al massimo gli spazi di discrezionalità interpretativa. Potrebbero così essere rimosse occasioni di eventuali comportamenti indesiderati da parte degli operatori finanziari e degli Enti Territoriali, nonché aree di una potenziale, forte conflittualità.



L'OPERATIVITÀ DI DEXIA CREDIOP S.p.A. NEL SETTORE DELLE CARTOLARIZZAZIONI DELLA P.A.

1. Il quadro normativo

PROVVEDIMENTO
L. 130/1999

DISPOSIZIONE

Inquadramento generale su operazioni standard di cartolarizzazione per il mercato italiano con costituzione di uno *Special Purpose Vehicle* (SPV), una *Srl*, che effettua l'acquisto degli attivi oggetto dell'operazione mediante l'emissione di titoli o la contrazione di prestiti.

D.L. 351/2001, convertito con Legge n. 410/2001

Ha esteso l'applicabilità dei processi delle cartolarizzazioni ai proventi derivanti dalla dismissione del patrimonio immobiliare dello Stato e degli altri Enti Pubblici

Art. 84 Legge 289/002
(Legge Finanziaria 2003)

Estensione alle Regioni, alle Province, ai Comuni e agli altri Enti Locali della possibilità di realizzare operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione dei rispettivi patrimoni immobiliari.

Comunicazione Eurostat 4 settembre 2006

ha chiarito il trattamento contabile secondo il SEC95 delle operazioni di cessione e di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti vantati da fornitori di beni e servizi alle ASL, in base alle quali le regioni si impegnano mediante l'emissione di una nuova delegazione di pagamento, derivante dalla ristrutturazione dei flussi finanziari rivenienti dai piani di ammortamento che da detti accordi scaturiscono. Eurostat, in tale comunicazione, ha chiarito che l'emissione di una nuova delegazione di pagamento, congiuntamente alla ridefinizione temporale dei flussi di pagamento, rappresenta una sostanziale novazione della passività originaria, che produce il cambiamento di natura della stessa da debito commerciale in debito finanziario, aumentando il livello complessivo di debito dell'Ente.



L.296/2006
(Finanziaria per il 2007)

Art.1, comma 739: alla luce dei criteri definiti da Eurostat nella Comunicazione 4 settembre 2006, qualifica come debiti, recependole come tali nell'alveo del sistema giuridico italiano, alcune fattispecie di operazioni finanziarie (le operazioni di cessione o cartolarizzazione dei crediti vantati dai fornitori di beni e servizi per i cui pagamenti l'Ente assume, ancorché indirettamente, nuove obbligazioni, anche mediante la ristrutturazione dei piani di ammortamento), facendo salve da tale qualificazione le operazioni deliberate prima della Comunicazione Eurostat e perfezionate entro il 31 marzo 2007.

Pronuncia Eurostat marzo 2007

Nuove regole applicabili alle operazioni di cartolarizzazione ai fini dell'esclusione dalla determinazione del debito: divieto di cartolarizzare crediti fiscali, assenza di prezzo differito, assenza di clausole di sostituzione degli asset, divieto di compensazioni ex post.

2. L'operatività di Dexia Crediop

Dexia Crediop ha partecipato, con diversi ruoli, ad operazioni di cartolarizzazione in favore di soggetti appartenenti alla Pubblica Amministrazione.

In particolare sono state poste in essere le seguenti operazioni:

Operazioni di cartolarizzazioni immobiliari ex Art. 84 della Legge n.289/2002

- 1) Cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione del patrimonio immobiliare della Regione Friuli Venezia Giulia, P.R.IM.A. FVG S.r.l. (Maggio 2004), ammontare Euro 51 milioni, con costituzione di un veicolo ex Art. 84 della Legge n.289/2002, ad oggi integralmente rimborsata.
- 2) Cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione del patrimonio immobiliare del Comune di Venezia, VECART S.r.l. (Marzo 2005), ammontare Euro 29 milioni, con costituzione di un veicolo ex Art. 84 della Legge n.289/2002, ad oggi integralmente rimborsata.

Operazioni di cartolarizzazioni di crediti ex Legge n. 130/99

- 1) Cartolarizzazione dei canoni di leasing degli ospedali della Regione Lazio, Cartesio S.r.l. (S.A.N.I.M.) (Marzo 2003), realizzata ai sensi della Legge 130/99 e della Legge Regionale n.16/2001, nella forma di un programma di emissioni per un ammontare di Euro 2 miliardi, con costituzione di un veicolo ex L.130/99.

- 2) Cartolarizzazione di crediti sanitari nella Regione Lazio, FL Finance S.r.l. (Ottobre 2004), ammontare complessivo Euro 193,259 milioni, con costituzione di un veicolo ex Legge 130/99, ad oggi integralmente rimborsata.
- 3) Cartolarizzazione dei crediti sanitari nella Regione Abruzzo, Cartesio S.r.l. (Aprile 2005), ammontare complessivo Euro 336,665 milioni, con costituzione di un veicolo ex Legge 130/99.
- 4) Cartolarizzazione dei crediti sanitari nella Regione Abruzzo, D'Annunzio S.r.l. (Aprile 2006), ammontare complessivo Euro 327,375 milioni, con costituzione di un veicolo ex Legge 130/99.
- 5) Operazione di cartolarizzazione di crediti sanitari nella Regione Lazio, Panacea S.r.l. (Dicembre 2006), ammontare complessivo Euro 198,300 milioni con costituzione di un veicolo ex Legge 130/99, ad oggi integralmente rimborsata.
- 6) Cartolarizzazione dei crediti sanitari nella Regione Campania, Posillipo Finance S.r.l. (Maggio 2007), ammontare complessivo Euro 452,665 milioni, con costituzione di un veicolo ex Legge 130/99.
- 7) Cartolarizzazione dei crediti sanitari nella Regione Campania, Posillipo Finance II S.r.l. (Luglio 2007), ammontare complessivo Euro 1.740 milioni, con costituzione di un veicolo ex Legge 130/99.



ALLEGATO

FAQ (LE DOMANDE PIÙ FREQUENTEMENTE POSTE)

1. Quali sono le scelte possibili in termini di tasso d'interesse al momento della contrazione del debito da parte degli Enti Territoriali?

Gli Enti, per legge, possono indebitarsi a tasso fisso o a tasso variabile (regime del tasso).

Essi, già all'atto della scelta tra mutuo a tasso fisso o mutuo a tasso variabile, esprimono la loro preferenza in termini di profilo di rischio/costo del debito desiderato:

- scegliendo il Tasso fisso ottengono certezza sull'ammontare dei pagamenti ma corrono il rischio di pagare nel tempo un tasso più alto di quelli di mercato;
- scegliendo il Tasso variabile, ottengono un beneficio dall'eventuale calo dei tassi a breve, ma si espongono a potenziali rialzi degli stessi.

Si tratta, quindi, di due possibilità antitetiche, che rispondono ad esigenze differenti - entrambe legittime e consentite dal legislatore - ma che comportano rischi diametralmente opposti.

Le motivazioni alla base della decisione tra tasso fisso e tasso variabile sono connesse:

- alle esigenze di bilancio dell'Ente;
- agli obiettivi di gestione dell'Ente in termini di certezza di pagamenti e di possibilità di riduzione del costo del debito;
- alla propria visione sulla situazione di mercato futura;
- alla diversificazione delle posizioni di tasso dell'intero portafoglio di debito dell'Ente;
- alla struttura del debito già esistente

Qualsiasi scelta è sempre criticabile ex-post. Il futuro, infatti, è per sua natura incerto e le previsioni spesso si rivelano non corrette.

A prescindere dalle motivazioni e dal tipo di decisione adottata, è importante sottolineare che nel momento in cui la scelta viene effettuata, l'Ente rinuncia alle opportunità offerte dall'altro regime di tasso.

2. V'è necessità per gli Enti Territoriali di gestire il regime di tasso del loro debito?

Una volta valutate le proprie esigenze e definiti i propri obiettivi, l'Ente effettua la scelta di indebitamento, optando per una delle alternative possibili, ad esempio per il tasso variabile per 20 anni.



Nel momento in cui si abbia, tuttavia, un mutamento nelle proprie esigenze di bilancio o nella situazione di mercato, o nell'evoluzione della struttura del suo debito (nuovi debiti oppure riduzione di una parte del debito), l'Ente potrebbe avere necessità di rivedere le scelte effettuate in passato sul regime di tasso.

Per effettuare ciò, esso potrebbe ricorrere, in alternativa:

- alla rinegoziazione bilaterale del regime di tasso della passività con la Banca, nel caso di un mutuo o dell'investitore, nel caso di un titolo;
- all'estinzione anticipata di tale passività ed alla contestuale accensione di un nuovo finanziamento con un tasso diverso

oppure

- alla stipula di un contratto di *swap*.

La necessità di gestire nel tempo il proprio portafoglio di debito, è oggetto di attenzione per i seguenti motivi:

- a causa dell'impatto sul loro valore patrimoniale della variazione delle condizioni dei mercati finanziari: solo dall'inizio dell'anno 2009, l'euribor (tasso monetario di riferimento per il debito indicizzato a tasso variabile) ha subito una variazione di circa 4 punti percentuali implicando una modifica sostanziale del costo del debito;
- a causa della fisiologica evoluzione della struttura del debito degli Enti, in funzione dei nuovi investimenti e del nuovo indebitamento contratto dall'Ente;
- a causa dei mutati obiettivi dell'Ente in termini di esigenze di certezza dei pagamenti piuttosto che di possibilità di riduzione del costo del debito.

Le necessità di gestione del debito è comune a tutti gli attori economici che hanno una certa dimensione di bilancio, quali ad esempio:

- gli Stati, che hanno una propria struttura organizzativa all'uopo dedicata,
- le grandi società pubbliche,
- le aziende private di dimensione medio-grande, che hanno un proprio servizio di Tesoriera.

Se l'Ente intende modificare il tasso delle passività, il ricorso allo *swap* è di norma più efficiente rispetto alle altre soluzioni, che sono più complesse ed articolate.

3. E' lo *swap* uno strumento efficiente a disposizione dei gestori del debito ?

Lo *swap*, infatti, consente di modificare "in corsa" il tasso d'interesse del debito, che viene trasformato senza modificare il contratto che ha originato il debito

Questo è il motivo per cui si parla di contratto "derivato", in quanto esso deriva dal contratto originario (ad esempio, dal contratto di mutuo).

Attraverso il contratto di *swap*, infatti:



- l'Ente "neutralizza" il flusso pagato sul mutuo, grazie al fatto che riceve "sotto swap" un flusso di interessi esattamente uguale a quello pagato sulla passività stessa;
- contestualmente l'Ente sostituisce tra i propri esborsi tale flusso con un nuovo flusso, pagato "sotto swap", corrispondente al nuovo regime scelto.

La modalità tecnica con la quale viene effettuata la trasformazione (lo scambio di flussi), non deve far perdere di vista l'obiettivo ultimo dell'operazione: intervenire sulla passività sottostante (seppur in via indiretta), al fine di trasformarne il regime di tasso originario.

Tale finalità viene raggiunta con lo strumento *swap* in modo efficiente grazie alla sua flessibilità operativa. Esso, infatti, tra l'altro:

- consente di superare la negoziazione bilaterale su ciascun contratto di mutuo per esempio nei casi in cui si intenda modificare un numero elevato di mutui, magari per importi marginali, oppure titoli detenuti da investitori sconosciuti dall'Ente;
- consente di effettuare le modifiche prescindendo dal consenso del finanziatore originario; le proprie scelte possono quindi essere modificate in qualunque momento senza ottenere consenso alcuno;
- rispetto a una rinegoziazione, consente di mettere in concorrenza più operatori ed ottenere potenzialmente condizioni finanziarie migliori; la rinegoziazione, infatti, può essere effettuata esclusivamente con il soggetto controparte originaria;

4. Lo *swap* nient'altro che una modifica della scelta iniziale?

Immaginiamo che un Ente abbia necessità di contrarre due mutui e che quindi si trovi di fronte al primo e fondamentale bivio: tasso fisso o tasso variabile?

Supponiamo decida salomonicamente di contrarre uno dei mutui a tasso fisso (es. 5,00%) ed uno a tasso variabile e che, tre anni dopo, questo sia il risultato della scelta effettuata:

- il mutuo a tasso fisso (es. 5%) è costato interessi fissi per, ad es., 50.000 euro annui.
- quello a tasso variabile è costato meno i primi due anni (es. 30.000 euro annui) e di più nel terzo (es. 55.000 euro).

Le dinamiche dei due mutui sono state quindi totalmente divergenti. Però, qualificare come "guadagni" o "perdite" i differenziali tra un andamento e l'altro è improprio. Essi possono essere interpretati come potenziali guadagni o perdite soltanto se l'ottica è quella dello speculatore in un regime contabile al "*fair value*". Solo in tal caso si può parlare di "scommessa".

L'ottica dell'investitore o del prenditore di fondi a lungo termine è diversa, guarda ai fondamentali e modifica la scelta iniziale in tema di tasso allorquando si convince che sono cambiate in misura significativa le condizioni che lo spinsero a fare la scelta iniziale.



Si richiama al riguardo la definizione del concetto di copertura data dall'On. Vegas in questa sede: "La valutazione dell'efficacia della gestione del debito mediante l'utilizzo di strumenti derivati, in termini di combinazione adottata di rischio e di costo, potrà essere fatta solo una volta che la posizione complessiva sarà arrivata alla sua scadenza contrattuale, nel caso in cui lo strumento derivato abbia ex post aggravato il costo del debito ciò potrebbe comunque essere dovuto al fatto che è stato privilegiato il contenimento del rischio nell'ottica di una gestione sana e prudente, e questa scelta ha comportato un costo che rappresenta il prezzo della protezione".

5. Quali sono i prodotti derivati usati dagli Enti per gestire il loro debito?

La regolamentazione italiana è puntuale rispetto a quella di altri Paesi europei.

L'uso degli strumenti derivati da parte degli Enti Territoriali riveste caratteristiche del tutto peculiari essendo disciplinato, già dal 2001, da stringente normativa speciale.

L'ambito oggettivo nel DM 389/2003 è fortemente tipizzato e individuava puntualmente due categorie di prodotti:

a) le strutture di base che gli Enti Territoriali hanno facoltà d'usare:

- *swap* di tasso di interesse,
- acquisto di *cap*,
- acquisto di *collar*,
- acquisto di *forward rate agreement*,
- *swap* con rimodulazione del debito sottostante a condizione che i flussi attualizzati che l'Ente paga non siano crescenti.

b) le strutture in derivati che gli Enti Territoriali hanno l'obbligo di realizzare in alcuni casi predeterminati:

- *swap* di cambio (cd *Cross Currency Swap*) che è obbligatorio contestualmente all'emissione di un titolo in divisa diversa dall'Euro, al fine di coprire il rischio di cambio per l'Ente sul suo debito;
- *swap* d'ammortamento, che è obbligatorio contestualmente all'emissione di un titolo *bullet* (cioè con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza) per garantire l'ammortamento sintetico del debito ed evitare appunto, per l'Ente, l'esborso in unica soluzione a scadenza di importi consistenti.

La normativa precisa inoltre che:

- tutti i derivati possono essere usati solo ai fini di copertura del debito e non con l'obiettivo di prendere una posizione aperta (o speculativa) sul rischio di tasso;
- le operazioni che comportino leve o moltiplicatori dei parametri finanziari sono strettamente vietate.



Pertanto:

- è vero che i contratti derivati, in generale, sono strumenti finanziari molto variegati ed in continua evoluzione e possono avere anche finalità di pura speculazione, ma sia la legislazione relativa agli Enti Territoriali sia la prassi operativa di Dexia Crediop ne limitano l'uso alla copertura di determinati rischi.

6. Il Mark to Market

6.1. Cos'è il MtM?

Il *Mark to Market* significa letteralmente "valorizzazione al mercato", cioè valorizzazione effettuata sulla base di parametri rilevati sul mercato in un dato momento.

Il MtM (o valore di mercato) si può calcolare per ogni attività finanziaria, anche se non ne esiste una quotazione

- il mutuo stipulato a tasso fisso ha un valore di mercato;
- il bond a tasso fisso emesso da un Ente ha un valore di mercato;
- un derivato ha un valore di mercato;
- un titolo di Stato (BTP) comprato da un risparmiatore privato ha un valore di mercato.

Il MtM è solo un metodo di valorizzazione di una posizione, che si può applicare a qualsiasi strumento finanziario che abbia un mercato sufficientemente liquido o che sia correlato ad un mercato con tali caratteristiche.

Esso non è un indicatore della bontà o del disvalore dell'operazione, né del carattere, speculativo o no, dello strumento. Il MtM, cioè, non dà l'informazione se l'operazione è stata fatta bene o male.

Essendo un indicatore del valore di un'operazione sul mercato in un dato istante, il MtM misura solo la distanza fra le condizioni a cui, ad es., un mutuo è stato contratto all'epoca della sua stipula e le condizioni del mercato al momento della valorizzazione.

Sotto il profilo prettamente tecnico, il MtM viene calcolato mediante l'attualizzazione dei flussi, ipotetici, scaturenti dal contratto; i tassi di attualizzazione utilizzati per il calcolo sono i tassi del mercato di riferimento.

Da ciò discende che, ad es.:

- un mutuo a euribor senza spread ha un MtM nullo,
- un mutuo a euribor + spread ha un MtM pari allo spread attualizzato,
- un mutuo a tasso fisso può avere un MtM negativo, nullo o positivo a seconda che il tasso fisso si collochi ad un livello superiore, identico o inferiore a quello di mercato vigente al momento della valutazione del MtM.



In termini di scelta tra tasso fisso o tasso variabile, quindi, si può assumere che una posizione:

- a tasso variabile ha massima variabilità dei flussi e minima variabilità del MtM;
- a tasso fisso ha variabilità nulla dei flussi e massima variabilità del MtM
- a tasso variabile con *Cap* oppure a tasso variabile con *Collar* si collocano all'interno di questi estremi, costituendo quindi una via intermedia in termini di gestione del rischio di tasso, tra il fisso e il variabile.

Se generalizzata a una pluralità o alla maggioranza delle poste di bilancio, la contabilizzazione al MtM espone quest'ultimo ad una volatilità marcata e per questo è stata indicata come una delle cause aggravanti della crisi finanziaria di questi mesi.

6.2. Il MtM è rilevante per i derivati degli Enti Territoriali?

L'unico momento in cui, per un Ente Territoriale, il MtM rileva, è allorché intende procedere all'estinzione anticipata del derivato. La clausola standard dei contratti derivati, infatti, prevede che l'indennizzo per tale estinzione, da pagare o da ricevere da parte dell'Ente, sia correlato al MtM.

Il MtM, peraltro, non è destinato ineluttabilmente a crescere nel tempo ma, al contrario, tende necessariamente a zero all'avvicinarsi della scadenza, momento in cui è nullo per definizione e nessuna delle controparti né deve pagare né ricevere alcunché.

Anche la passività sottostante, del resto, ha un MtM, tanto che l'indennizzo per l'estinzione anticipata di un mutuo a tasso fisso, ad es., è pari proprio al MtM del mutuo al momento dell'estinzione.

Alla luce di tutto quanto sopra si può riassumere che:

- gli Enti non hanno una contabilità al MtM;
- essi, inoltre, effettuano operazioni di sola copertura (non speculative, di trading);
- la loro ottica è almeno di medio termine (prospettica, quindi, analoga a quella delle Banche nei loro impegni a medio-lungo termine derivanti dai mutui),

Nell'ottica della Banca, invece, il MtM rileva solo quando è negativo per il cliente..

Ciò in quanto un valore di MtM negativo per il cliente implica un aumento dell'esposizione di credito per la Banca nei confronti dello stesso, con conseguenze in termini di maggiori accantonamenti di capitale ai sensi della normativa di vigilanza bancaria.



7. Qual è il ruolo svolto dalla Banca nelle operazioni in derivati?

La Banca svolge, anche nell'ambito del mercato *swap*, il ruolo di intermediario finanziario.

Dexia Crediop con riferimento all'intermediazione di tutte le sue operazioni in derivati con gli Enti Territoriali:

- realizza sul mercato finanziario una simmetrica copertura della struttura d'interesse applicata all'Ente (strategia di micro-copertura) e pertanto non assume alcuna posizione sul rischio di tasso;
- non copre il rischio di credito dell'Ente che deriva in particolari circostanze da tali operazioni e quindi assume pienamente questo tipo di rischio.

Poiché svolge un servizio d'intermediazione, Dexia Crediop non ha alcun interesse a proporre una struttura *swap* piuttosto che un'altra. Perciò, è frutto di equivoco il diffuso convincimento che la Banca in sostanza, avendo un interesse opposto a quello del cliente, "scommetterebbe" contro di lui.

Pertanto Dexia Crediop, in questo ruolo d'intermediazione finanziaria,:

- non ha un nessun interesse a proporre una struttura di tasso piuttosto che un'altra;
- non realizza nessuna scommessa opposta a quella dell'Ente.

8. Qual è la remunerazione delle Banche sulle operazioni con gli Enti Territoriali?

Il corrispettivo del servizio d'intermediazione della Banca è il margine di intermediazione, che copre i costi diretti ed indiretti connessi all'operazione e remunera i rischi assunti con la stessa (tra cui il rischio di credito).

L'operatività dell'intermediario non può infatti prescindere dall'esistenza di un margine volto a coprire i costi e remunerare i rischi assunti, tanto che la presenza di tale margine è imposta dalla normativa nazionale ed internazionale.

Tale margine di intermediazione, è un elemento necessario dei derivati, così come dei mutui o delle obbligazioni e costituisce la remunerazione dell'intermediario.

I tassi d'interesse individuati nelle operazioni in derivati riflettono, dunque, tale remunerazione, la quale è una componente del prezzo concordato e varia da operatore ad operatore.

La suddetta remunerazione (margine di intermediazione),:

- copre, tra l'altro, i costi di strutturazione dell'operazione e di amministrazione e regolamento fino a scadenza;
- può ridursi o addirittura diventare negativa nel corso della vita di un'operazione, in funzione del deterioramento del credito o dell'inadempimento della controparte;



- non costituisce una commissione, che per definizione resta definitivamente acquisita al momento della realizzazione dell'operazione, a differenza di un margine d'intermediazione che remunera i rischi e i costi fino a scadenza.

Fino ad oggi, in linea con la prassi seguita dal mercato - non solo con riferimento alle operazioni in derivati ma anche, ad esempio, alle operazioni di mutuo - non risulta che le Banche abbiano esplicitato ai clienti il proprio margine di intermediazione sulle operazioni in derivati.

Tale margine d'intermediazione, del resto:

- non viene e non deve essere esplicitato nemmeno con riferimento alle operazioni di finanziamento o a qualsiasi servizio o bene offerto agli Enti Territoriali;
- non è fornito neanche dalla Cassa Depositi e Prestiti nelle sua attività di finanziamento.

L'esplicitazione del margine d'intermediazione per le operazioni in derivati diverrà obbligatoria con l'entrata in vigore delle disposizioni MiFID di Livello 3 (comunicazione CONSOB declinata nelle Linee Guida Interassociative).

9. La normativa MiFID e i derivati con gli Enti

La Direttiva Comunitaria 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (c.d. Direttiva MiFID) è recepita in Italia dal D.Lgs. n.164 del 17 settembre 2007, che ha introdotto importanti modifiche al D.Lgs. n.58 del 24 febbraio 1998 (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria o "TUF"), impone alle Banche, a partire dal 1° novembre 2007, nuovi obblighi ai fini di accrescere il livello di protezione degli investitori.

Tra le suddette disposizioni (c.d. Livello 1 e 2 della MiFID), le principali hanno ad oggetto:

- l'onere, in capo alla Banca, di verificare, prioritariamente alla proposizione di un'operazione al cliente, l'appropriatezza dell'operazione (cioè il fatto che il cliente abbia conoscenze ed esperienze sufficienti per comprendere l'operazione) e l'adeguatezza della stessa (cioè il fatto che l'operazione sia in linea con gli obiettivi del cliente e comporti dei rischi finanziari sostenibili per il cliente stesso in relazione ai propri obiettivi);
- l'obbligo per la Banca dell'esecuzione dell'operazione alle migliori condizioni per il cliente (c.d. *best execution*).

In data 2 marzo 2009, la CONSOB ha diramato la Comunicazione n. 9019104, che disciplina "Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi", tra cui anche i derivati OTC (di copertura e non).



La CONSOB ha inteso dare applicazione e declinare ulteriormente la direttiva MiFID attraverso la definizione di un maggiore dettaglio nella sua disciplina (c.d. Livello 3). Tra le principali previsioni figurano una serie di adempimenti di trasparenza nei confronti del cliente *retail* in relazione ai prezzi/valori degli strumenti finanziari comunicati nelle diverse fasi dell'operazione (proposta, *pricing*, valorizzazioni periodiche).

Le Banche sono tenute ad adeguarsi alle previsioni contenute nella Comunicazione "nel più breve termine ragionevolmente necessario", anche con l'ausilio delle Associazioni di categoria.

Con comunicato pubblicato sul proprio sito Internet, la CONSOB ha successivamente reso noto di aver validato il 5 agosto 2009 le Linee Guida interassociative volte a supportare gli intermediari nella certa e pronta declinazione della propria Comunicazione n. 9019104 del marzo 2009.

In base alle disposizioni previste nella Comunicazione, così come applicate alla luce delle suddette Linee Guida interassociative, ad esempio, già in fase di prima proposta commerciale al cliente dovrà essere, tra l'altro:

- dettagliata la composizione del prezzo;
- fornito il valore di smobilizzo dell'operazione nell'istante immediatamente successivo a quello di eventuale perfezionamento del contratto;
- fornita una rendicontazione periodica sul valore di smobilizzo dell'operazione;
- fornite delle analisi di scenario deterministiche che effettuino un confronto tra il prodotto proposto ed un prodotto succedaneo di riferimento.

Le Linee Guida, elaborate da ABI, ASSOSIM e FEDERCASSE, hanno la finalità di individuare soluzioni tecniche che rappresentino un porto sicuro in termini di certezza applicativa da parte degli intermediari, nel rispetto della loro autonomia decisionale nel definire modelli di business ed assetti organizzativi.

RATING ASSEGNATI AD ENTI TERRITORIALI ITALIANI AL 3 NOVEMBRE 2009

| REGIONI E PROVINCE AUTONOME |  Moody's Investors Service | STANDARD & POORS | | FitchRatings | | |
|---|--|------------------|-----------|--------------|------------|------------|
| | | DOMESTIC | FOREIGN | DOMESTIC | FOREIGN | DOMESTIC |
| REGIONE ABRUZZO  | A2 | A2 | | | | |
| REGIONE BASILICATA  | Aa3 | | | | | |
| REGIONE CALABRIA  | A3 | | | | A+ | A+ |
| REGIONE CAMPANIA  | A3 | A3 | A- | A- | | |
| REGIONE EMILIA ROMAGNA  | Aa2 | Aa2 | A+ | A+ | | |
| REGIONE FRIULI VENEZIA GIULIA  | | | A+ | A+ | AA | AA |
| REGIONE LAZIO  | A2 | A2 | BBB | BBB | A- | A- |
| REGIONE LIGURIA  | Aa3 | Aa3 | A+ | A+ | | |
| REGIONE LOMBARDIA  | Aa1 | Aa1 | | | AA- | AA- |
| REGIONE MARCHE  | Aa3 | Aa3 | A+ | A+ | | |
| REGIONE MOLISE  | A2 | | | | | |
| REGIONE PIEMONTE  | A1 | A1 | | | AA- | AA- |
| REGIONE PUGLIA  | A1 | | | | | |
| REGIONE SARDEGNA  | A1 | A1 | | | AA- | AA- |
| REGIONE SICILIA  | A1 | A1 | A+ | A+ | A | A |
| REGIONE TOSCANA  | Aa2 | Aa2 | A+ | A+ | | |
| REGIONE UMBRIA  | Aa3 | Aa3 | A+ | A+ | | |
| REGIONE VALLE D'AOSTA  | | | A+ | A+ | AA+ | AA+ |
| REGIONE VENETO  | Aa2 | Aa2 | | | | |
| PROVINCIA AUTONOMA DI BOLZANO  | Aaa | | | | AAA | AAA |
| PROVINCIA AUTONOMA DI TRENTO  | | Aaa | | | AAA | AAA |
| REPUBBLICA ITALIANA | Aa2 | Aa2 | A+ | A+ | AA- | AA- |
| DEXIA CREDIOP S.p.A. | A2 | A2 | A | A | A | A |

RATING ASSEGNATI AD ENTI TERRITORIALI ITALIANI AL 3 NOVEMBRE 2009

| PROVINCE | Moody's Investors Service | | STANDARD & POORS | | FitchRatings | |
|-----------------------------|---------------------------|------------|------------------|-----------|--------------|------------|
| | DOMESTIC | FOREIGN | DOMESTIC | FOREIGN | DOMESTIC | FOREIGN |
| PROVINCIA DI ANCONA | | | A+ | A+ | | |
| PROVINCIA DI AREZZO | Aa3 | | | | | |
| PROVINCIA DI BOLOGNA | | Aa3 | A+ | A+ | | |
| PROVINCIA DI BRESCIA | | | | | A | A |
| PROVINCIA DI COMO | | | | | AA- | AA- |
| PROVINCIA DI FIRENZE | Aa3 | Aa3 | | | AA- | AA- |
| PROVINCIA DI FOGGIA | A2 | A2 | | | | |
| PROVINCIA DI GENOVA | Aa3 | | | | | |
| PROVINCIA DI GROSSETO | | | | | AA- | AA- |
| PROVINCIA DI LECCE | | | | | A+ | A+ |
| PROVINCIA DI MILANO | Aa3 | Aa3 | | | AA- | AA- |
| PROVINCIA DI NAPOLI | Aa3 | | | | | |
| PROVINCIA DI PERUGIA | | | | | A+ | A+ |
| PROVINCIA DI PESCARA | | | | | A | A |
| PROVINCIA DI PRATO | | | A+ | A+ | | |
| PROVINCIA DI RIETI | A1 | A1 | | | | |
| PROVINCIA DI ROMA | | | A+ | A+ | AA- | AA- |
| PROVINCIA DI SAVONA | | | | | AA- | AA- |
| PROVINCIA DI TORINO | Aa3 | Aa3 | | | | |
| PROVINCIA DI TRAPANI | | | | | A | A |
| PROVINCIA DI TREVISO | | | | | AA- | AA- |
| PROVINCIA DI UDINE | | | | | AA- | AA- |
| PROVINCIA DI VARESE | | | | | A+ | A+ |
| PROVINCIA DI VENEZIA | | | | | AA- | AA- |
| PROVINCIA DI VITERBO | | | | | AA- | AA- |
| REPUBBLICA ITALIANA | Aa2 | Aa2 | A+ | A+ | AA- | AA- |
| DEXIA CREDIOP S.p.A. | A2 | A2 | A | A | A | A |

RATING ASSEGNATI AD ENTI TERRITORIALI ITALIANI AL 3 NOVEMBRE 2009

| COMUNI | STANDARD & POORS | | STANDARD & POORS | | Fitch Ratings | |
|--------------------------------|------------------|------------|------------------|-----------|---------------|------------|
| | DOMESTIC | FOREIGN | DOMESTIC | FOREIGN | DOMESTIC | FOREIGN |
| COMUNE DI ALBENGA | | | | | A | A |
| COMUNE DI BARI | Aa3 | Aa3 | | | | |
| COMUNE DI BOLOGNA | Aa2 | Aa2 | A+ | A+ | | |
| COMUNE DI BOLZANO | | | | | AAA | AAA |
| COMUNE DI BRESCIA | | | | | AA- | AA- |
| COMUNE DI BUSTO ARSIZIO | | | | | A | A |
| COMUNE DI CAGLIARI | | | | | AA- | AA- |
| COMUNE DI CAPANNORI | | | | | A- | A- |
| COMUNE DI CARRARA | | | | | A+ | A+ |
| COMUNE DI CIVITAVECCHIA | A1 | A1 | | | | |
| COMUNE DI COMO | | | | | AA- | AA- |
| COMUNE DI FIRENZE | Aa2 | Aa2 | A+ | A+ | | |
| COMUNE DI FIUMICINO | | | | | A | A |
| COMUNE DI FOGGIA | | | | | BBB+ | BBB+ |
| COMUNE DI GENOVA | | | A | A | | |
| COMUNE DI JESI | | | BBB+ | BBB+ | | |
| COMUNE DELL'AQUILA | | Ba1 | | | | |
| COMUNE DI LECCE | | | | | A | A |
| COMUNE DI LECCO | | | | | AA- | AA- |
| COMUNE DI LUCCA | | | A+ | A+ | | |
| COMUNE DI MANTOVA | | | | | AA- | AA- |
| COMUNE DI MILANO | Aa3 | Aa3 | A+ | A+ | AA- | AA- |
| COMUNE DI MONZA | | | | | A | A |
| COMUNE DI NAPOLI | A3 | | BBB | BBB | A- | A- |
| COMUNE DI PESCARA | | | | | A+ | A+ |
| COMUNE DI PISA | | | | | AA- | AA- |
| COMUNE DI PRATO | | | A+ | A+ | | |
| COMUNE DI ROMA | | | A+ | A+ | AA- | AA- |
| COMUNE DI ROSETO DEGLI ABRUZZI | | | BBB+ | BBB+ | | |
| COMUNE DI ROVERETO | | | | | AA | AA |
| COMUNE DI SIENA | Aa2 | Aa2 | | | AA- | AA- |
| COMUNE DI TARANTO | | | | | RD | RD |
| COMUNE DI TORINO | | | A | A | A+ | A+ |
| COMUNE DI TRENTO | | | | | AA+ | AA+ |
| COMUNE DI TRIESTE | | | | | AA | AA |
| COMUNE DI VALMONTONE | | | | | A | A |
| COMUNE DI VENEZIA | Aa2 | | A+ | A+ | | |
| COMUNE DI VERONA | | | | | AA- | AA- |
| COMUNE DI VITERBO | | | | | AA- | AA- |
| REPUBBLICA ITALIANA | Aa2 | Aa2 | A+ | A+ | AA- | AA- |

RATING ASSEGNATI AD ENTI TERRITORIALI ITALIANI AL 3 NOVEMBRE 2009

| COMUNI | STANDARD & POORS | | FitchRatings | |
|----------------------|------------------|---------|--------------|---------|
| | DOMESTIC | FOREIGN | DOMESTIC | FOREIGN |
| DEXIA CREDIOP S.p.A. | A2 | A2 | A | A |

**INDAGINE CONOSCITIVA SULL'UTILIZZO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI E DELLE
CARTOLARIZZAZIONI NELLE PUBBLICHE AMMINISTRAZIONI - AUDIZIONE VI COMMISSIONE
FINANZA E TESORO DEL SENATO DELLA REPUBBLICA ITALIANA - 26 NOVEMBRE 2009**

Introduzione

Desideriamo innanzi tutto ringraziare il Presidente e la Commissione per il cortese invito a partecipare alle audizioni nell'ambito dell'indagine conoscitiva sull'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali e territoriali italiani.

Il gruppo Bank of America Merrill Lynch è un gruppo bancario internazionale e una delle principali istituzioni finanziarie nel mercato dei capitali.

Bank of America e Merrill Lynch si sono fuse il primo gennaio 2009. La nuova entità creata a seguito della fusione ha ereditato le attività di Bank of America e di Merrill Lynch.

Il ruolo di Merrill Lynch nel settore del debito pubblico italiano

Merrill Lynch ha iniziato ad operare con le pubbliche amministrazioni nel 1996.

Merrill Lynch ha operato in regime di prestazione di servizi con vari clienti pubblici tramite le sedi delle sue controllate di Londra e di Dublino, Merrill Lynch International e Merrill Lynch International Bank Limited.

La banca ha operato in questo settore con un numero ristretto di controparti ed in particolare con il Tesoro, regioni, province e grandi comuni. Coerentemente con questo approccio, Merrill Lynch non ha concluso operazioni con piccoli comuni italiani.

Accesso al mercato internazionale dei capitali da parte degli enti locali e territoriali italiani e quadro normativo

Al fine di comprendere meglio lo sviluppo delle operazioni in strumenti derivati e di debito nel settore pubblico in Italia, può essere utile delineare brevemente alcune delle motivazioni che normalmente sottendono la decisione di enti locali e territoriali italiani di accedere al mercato internazionale dei capitali. A questo riguardo, è importante ricordare lo sviluppo del quadro normativo italiano e come questo abbia influenzato e regolamentato l'accesso da parte degli enti locali al mercato internazionale dei capitali e l'utilizzo degli strumenti derivati.

La Legge 16 maggio 1970 n. 281 ha consentito alle regioni di accedere al mercato internazionale dei capitali al fine di finanziare i loro investimenti e, a partire dal 1994, con la Legge 23 dicembre 1994 n. 724, tale possibilità è stata estesa alle province e ai comuni, che hanno così potuto anch'essi accedere al mercato internazionale dei capitali per finanziare i loro investimenti. A questo riguardo, gli enti territoriali e locali hanno in parte seguito l'esempio del Tesoro, attivo nel mercato dei capitali a partire dagli anni cinquanta.

A seguito del Trattato di Maastricht, gli stati membri dell'Unione Europea, tra cui l'Italia, hanno posto in essere una serie di iniziative al fine di rispettare il principio di un "buona gestione finanziaria" indicato dal Trattato. Per recepire il Patto di Stabilità a livello europeo, l'Italia ha approvato una serie di norme che hanno costituito il cosiddetto "Patto di Stabilità Interno", il quale ha imposto, tra l'altro, un limite massimo alle spese dei singoli enti e ha realizzato un coordinamento delle finanze pubbliche. Questo ha accelerato il processo di decentramento della spesa e autonomia finanziaria degli enti territoriali e locali già iniziato nel 1994 e ha creato un aumento del fabbisogno degli enti, di forme di provvista diverse dai trasferimenti del governo centrale. In particolare, a partire dal 2000, a seguito di una riduzione significativa della provvista agli enti locali e territoriali da parte del governo centrale, la necessità per gli enti di ricorrere al mercato dei capitali è diventata maggiormente

pressante.

Si deve inoltre tenere in considerazione il fatto che la suddetta evoluzione delle finanze dello Stato si è verificata in un periodo in cui la creazione della moneta unica europea stava raggiungendo la sua fase finale. L'entrata dell'Italia nell'Euro ha determinato un mutamento significativo nel mercato del credito, che ha reso più conveniente per il Tesoro e per gli enti locali e territoriali raccogliere provvista, ristrutturare il proprio debito e ridurre i costi di provvista esistenti tramite l'accesso al mercato internazionale dei capitali.

Tale accesso al mercato internazionale dei capitali ha dato vita ad una vera e propria concorrenza nel mercato del credito per gli enti locali e territoriali italiani. Infatti, prima di tale accesso, i finanziamenti a tali enti erano concessi da un numero ristretto di banche, principalmente Crediop e la Cassa Depositi e Prestiti. Questa apertura a una fonte di provvista alternativa ha consentito agli enti locali e territoriali di ottenere migliori condizioni. Al riguardo, si deve tenere conto del fatto che fino a quando a gli enti non si sono presentate opportunità di finanziamento nel mercato dei capitali, le condizioni applicate da Crediop e dalla Cassa Depositi e Prestiti erano i soli parametri di riferimento utilizzati dalle banche locali quando offrivano finanziamenti agli enti. È inoltre da sottolineare che la Cassa Depositi e Prestiti applicava gli stessi termini e condizioni a tutti gli enti, indipendentemente dal fatto che si trattasse di piccoli o di grandi enti in grado di gestire più efficacemente il proprio indebitamento. Infatti, gli enti che, per dimensioni e capacità, erano in grado di accedere al mercato internazionale dei capitali sono riusciti in seguito all'accesso a tale mercato anche a differenziare il loro indebitamento e ad ottenere per i loro finanziamenti condizioni più adeguate alle loro esigenze.

Oltre al decentramento della finanza italiana, anche il Tesoro aveva necessità di accedere al mercato internazionale dei capitali a causa delle dimensioni limitate del mercato nazionale.

Per lo stesso motivo, gli enti locali e territoriali hanno fatto ricorso al mercato

internazionale dei capitali: in particolare, il mercato del credito italiano non era in grado di soddisfare la domanda di maggiore provvista e durata dei finanziamenti richiesti dagli enti. Ci risultano casi in cui le banche operanti nel mercato domestico hanno rifiutato di concedere finanziamenti agli enti perché l'importo richiesto era troppo elevato o perché l'investimento sottostante da finanziare richiedeva una durata del prestito troppo lunga per poter essere sostenuta dalle banche locali. Facendo ricorso al mercato internazionale dei capitali, tramite l'emissione di obbligazioni collocate presso investitori internazionali, gli enti locali e territoriali italiani e il Tesoro sono stati in grado di soddisfare il proprio fabbisogno di provvista per realizzare gli investimenti richiesti, raccogliendo più di quanto avrebbero raccolto se avessero fatto ricorso al mercato domestico.

L'accesso al mercato dei capitali da parte degli enti locali e territoriali è stato coordinato dal governo centrale e da questo considerato come un'opportunità per compensare una carenza di provvista interna e sfruttare le condizioni più convenienti reperibili sul mercato rispetto ai finanziamenti tradizionali offerti dalle banche locali e dalla Cassa Depositi e Prestiti.

La comunità internazionale degli investitori ha sempre visto con favore le offerte di emissioni obbligazionarie da parte delle pubbliche amministrazioni italiane. Le caratteristiche delle obbligazioni da emettersi nel mercato internazionale da parte di tali enti dipendono in prevalenza dalle esigenze e dalle richieste degli investitori interessati ai titoli di Stato.

In primo luogo, gli investitori esaminano l'emittente e la sua capacità di gestire in modo efficiente il suo debito e le sue risorse. Naturalmente, in questo ambito il *rating* ottenuto dall'ente locale o territoriale riveste una grande importanza.

In secondo luogo, gli investitori nel mercato internazionale sono interessati generalmente ad obbligazioni o altri titoli di debito che non esponano l'investitore o il gestore patrimoniale al rischio di dovere reinvestire periodicamente gli importi rimborsati laddove questo sia suscettibile di creare difficoltà per il gestore/investitore,

che potrebbe non essere in grado di trovare un investimento appropriato nel caso in cui una parte dell'importo inizialmente investito sia rimborsato periodicamente (come nel caso di un'obbligazione con rimborso del capitale in più *tranche*) e che potrebbe creare un flusso di cassa difficile da gestire. Pertanto, i grandi investitori preferiscono di solito obbligazioni con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza (i cd. *bullet bonds*). Nel confrontare le obbligazioni emesse da un ente locale o territoriale e i rischi e rendimenti connessi, gli investitori guardano anche alle caratteristiche delle obbligazioni emesse dal Tesoro. Al riguardo, è opportuno notare che tutte le obbligazioni emesse dal Tesoro prevedono il rimborso del capitale alla scadenza in un'unica soluzione. In alcuni casi è inoltre possibile che l'emissione di tali obbligazioni sia effettuata in valuta estera al fine di beneficiare di un inferiore costo del finanziamento.

Negli ultimi dieci anni gli enti locali e territoriali italiani sono stati in "concorrenza" con il Tesoro e con vari stati sovrani ed enti locali e territoriali di altri stati europei che hanno emesso obbligazioni con rimborso in un'unica soluzione, in diverse valute, e collocato tali obbligazioni in vari mercati.

Un ultimo punto da notare è che generalmente gli investitori preferiscono obbligazioni che pagano interessi variabili rispetto a quelle che pagano interessi a tasso fisso.

Utilizzo di strumenti derivati da parte di enti locali e territoriali e relativo quadro normativo

L'Italia, a differenza di molti altri paesi, ha disciplinato la materia adottando leggi, decreti e regolamenti al fine di consentire o perfino di imporre agli enti locali e territoriali la stipula di contratti derivati. In particolare, il D.M. 5 luglio 1996 n. 420 ha imposto agli enti locali di stipulare contratti di *cross currency swap* nel caso di emissione di obbligazioni in valuta estera.

Come sopra menzionato, gli enti locali e territoriali italiani, anche seguendo l'esempio

del Tesoro, di enti di altri paesi e di enti sovranazionali come le banche di sviluppo, hanno in certi casi effettuato emissioni in valuta estera al fine di ottenere condizioni migliori e di accedere a un maggior numero di investitori.

A partire dall'entrata in vigore della Legge Finanziaria del 2002, è stato conferito al Tesoro il ruolo di coordinare l'accesso degli enti locali e territoriali ai mercati dei capitali. Inoltre, è da notare che il Tesoro è stato di norma informato delle operazioni concluse dagli enti sul mercato internazionale dei capitali.

Tale ruolo di coordinamento rivestito dal Tesoro ha consentito a quest'ultimo di ottenere una generale visione delle operazioni di indebitamento degli enti locali e territoriali e questo è stato in realtà percepito dagli investitori internazionali come un punto di forza delle obbligazioni del settore pubblico italiano, in quanto ha prodotto una coerenza dei prodotti di investimento.

Per soddisfare l'esigenza di una gestione più efficiente dell'indebitamento, in particolare in occasione dell'emissione di obbligazioni, la Legge Finanziaria del 2002 ha imposto l'obbligo per gli enti locali e territoriali che emettono obbligazioni con rimborso in un'unica soluzione di stipulare un *amortizing swap* o costituire un fondo di ammortamento (*sinking fund*). La *ratio* della legge è che il fondo di ammortamento protegge gli enti locali e territoriali dal rischio di mancanza di fondi al momento del rimborso del capitale, con il vantaggio di investire i fondi accantonati di volta in volta presso un'istituzione primaria dotata di adeguato *rating*.

Al fine di attuare i principi indicati dalla Legge Finanziaria del 2002 e di definire una serie dettagliata di norme da applicare agli strumenti finanziari derivati conclusi dagli enti locali e territoriali, è stato emanato il D.M. 1 dicembre 2003, n. 389.

È inoltre da notare che la Legge 23 dicembre 1994 n. 724 ha previsto che il 50% della ritenuta fiscale (*rectius*, imposta sostitutiva) sugli interessi pagati in relazione alle obbligazioni debba essere assegnato all'ente che ha emesso i titoli obbligazionari. Tale disposizione di legge è stata modificata dalla Legge Finanziaria del 2006, che ha

previsto che la totalità (e non soltanto il 50%) dell'imposta sostitutiva applicata agli interessi pagati in relazione alle obbligazioni debba essere assegnata all'ente che ha emesso i titoli. Nel caso di un'obbligazione con rimborso in un'unica soluzione emessa da un ente, l'emittente ottimizza i benefici fiscali di tali disposizioni normative, in quanto gli interessi da pagare (e quindi l'imposta applicabile) sono calcolati sull'importo capitale ancora dovuto (che nelle obbligazioni con rimborso in un'unica soluzione resta lo stesso per tutta la durata dei titoli fino al rimborso). Questo regime fiscale ha quindi incentivato gli enti ad emettere obbligazioni con rimborso in un'unica soluzione, con il risultato che tali enti hanno dovuto, come sopra menzionato, costituire fondi di ammortamento o stipulare *amortizing swap* in relazione a tali obbligazioni.

I principi già in parte introdotti dalle precedenti leggi, decreti e regolamenti emanati in materia sono stati chiariti e definiti dalla Legge Finanziaria del 2007, che ha previsto la possibilità per gli enti locali di stipulare operazioni in strumenti finanziari derivati per gestire i propri debiti solo in presenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti. Inoltre, la Legge Finanziaria del 2007 ha previsto che il Tesoro sia previamente informato di ogni operazione di ammortamento del debito con rimborso unico alla scadenza e di ogni operazione in strumenti derivati che gli enti intendano porre in essere.

La Legge Finanziaria del 2008 ha poi previsto che il Tesoro emani un decreto al fine di introdurre ulteriori requisiti dei contratti di strumenti finanziari derivati da stipularsi dagli enti locali e territoriali.

La Legge 6 agosto 2008, n. 133 ha quindi stabilito il divieto per gli enti locali e territoriali di stipulare nuove operazioni in strumenti finanziari derivati per un periodo di almeno un anno, o fino al momento in cui il Tesoro emani un regolamento sul tipo di operazioni in derivati che possono essere conclusi dagli enti e sui criteri e le condizioni da rispettare al fine di eseguire tali operazioni. Inoltre, questa legge ha stabilito che gli enti non possano assumere alcuna forma di

finanziamento con rimborso in un'unica soluzione e che ogni nuovo finanziamento agli enti locali e territoriali debba avere un profilo di ammortamento non superiore ai trent'anni.

Il Tesoro ha recentemente emanato una bozza di regolamento, soggetta a un processo di consultazione, in attuazione delle disposizioni delle Leggi Finanziarie del 2008 e del 2009. Inoltre, il 17 settembre 2009 è stata presentata alla Camera dei Deputati la proposta di legge n. 2698, che prevede la risoluzione automatica degli *swap* attualmente in essere con un obbligo per l'ente di pagare - o di ricevere, a seconda del caso specifico - il valore di mercato al momento di tale risoluzione.

Uno degli interrogativi sollevati nel corso delle precedenti audizioni davanti a codesta Commissione e che ci pare importante a questo punto chiarire è la ragione per cui la documentazione relativa alle operazioni in strumenti finanziari derivati con gli enti locali e territoriali sia generalmente redatta in lingua inglese. Al riguardo, bisogna sottolineare che la documentazione contrattuale che regola gli strumenti finanziari derivati è fortemente standardizzata grazie all'utilizzo della documentazione ISDA che è comunemente accettato da tutti gli operatori e i soggetti coinvolti. Tale documentazione è stata collaudata per anni e la stessa offre un buon livello di protezione per entrambe le controparti dell'operazione di *swap*. La documentazione ISDA è stata utilizzata dal Tesoro e da altri enti in tutta Europa a partire dalla metà degli anni novanta.

Panorama generale del mercato europeo

A conclusione di questa breve introduzione sulle ragioni che normalmente sottendono la decisione degli enti locali e territoriali di accedere al mercato internazionale dei capitali e di concludere operazioni in strumenti finanziari derivati al fine di proteggersi contro certi rischi e sullo sviluppo del quadro normativo di riferimento, va precisato che, in base alla nostra esperienza, questo regime esteso e dettagliato è tipico dell'Italia e non trova equivalenti in altri paesi europei. Ad esempio, gli *swap* sono generalmente stipulati dalle autorità locali in Germania ed

Austria a fini di copertura e non vi sono rilevanti restrizioni o limitazioni imposte dalla legge. Lo stesso dicasi per la Francia e la Spagna.

Modalità secondo le quali le istituzioni bancarie internazionali operano in genere con controparti del settore pubblico nel mercato obbligazionario

Quando coinvolta in un'emissione obbligazionaria, una banca può agire in veste di *rating advisor* e/o in qualità di *arranger*.

In qualità di *rating advisor*, la banca assiste nell'individuazione di quegli elementi (positivi e negativi) che formano oggetto della valutazione da parte dell'agenzia di *rating* delle qualità del credito dell'emittente. Tanto più alto è il *rating* maggiore è il numero potenziale di investitori nei titoli.

In qualità di *arranger*, una banca interviene generalmente nella sindacazione e nel collocamento delle obbligazioni. Nel suo ruolo tipico, l'*arranger* non è un consulente dell'emittente, ma è coinvolto esclusivamente nella sindacazione e nel collocamento delle obbligazioni sul mercato. Le banche offrono l'esperienza acquisita nel mercato del settore pubblico internazionale e la loro distribuzione in franchising al fine di consentire l'emissione e la distribuzione delle obbligazioni degli enti locali italiani.

Prodotti derivati offerti

I derivati sono stati utilizzati dagli enti locali e territoriali principalmente al fine di ottenere una più efficiente gestione dei propri flussi di cassa, per coprire i rischi di mercato e, in alcuni casi, per ridurre i costi del finanziamento e gli interessi dovuti in relazione all'indebitamento.

Di seguito è fornita una breve spiegazione tecnica di ciascuno dei tipi di strumenti derivati tipicamente stipulati dalle regioni, dalle province e dai maggiori comuni italiani.

Swap di tasso di interesse

Lo *swap* di tasso di interesse è uno strumento comune utilizzato dalle regioni, dalle province e dai comuni per gestire l'esposizione a futuri aumenti dei tassi di interesse laddove abbiano ottenuto finanziamenti tramite prestiti o tramite l'emissione di obbligazioni e paghino interessi variabili su tale debito.

Lo *swap* di tasso fisso/variabile è la forma più comune di *swap* di tasso di interesse: questo consente a un beneficiario, quale ad esempio un ente territoriale, di scambiare la propria obbligazione di pagare interessi a tasso variabile con una obbligazione di pagare interessi a tasso fisso. Gli importi che devono essere pagati da ciascuna delle parti ai sensi di un'operazione di *swap* sono calcolati con riferimento a un importo nozionale. Determinando come importo nozionale dell'operazione l'importo mutuato dall'ente, quest'ultimo può utilizzare gli importi che riceve dalla sua controparte per pagare quanto dovuto in relazione al debito, in modo da corrispondere in definitiva soltanto il tasso fisso.

Cap, Floor e Collars

Nella struttura di base di uno *swap* di tasso di interesse è possibile inserire *cap*, *floor* e *collar*, autorizzati specificatamente dal D.M. 1 dicembre 2003, n. 389.

Il *cap* è un contratto con il quale, qualora il tasso di interesse effettivamente determinato superi il tasso *cap* convenuto per un periodo di calcolo, il venditore pagherà all'acquirente un importo pari agli interessi che sarebbero maturati sull'importo nozionale ad un tasso pari al differenziale per il relativo periodo di calcolo; in questo modo, l'acquirente del *cap* è protetto dagli aumenti dei tassi di interesse al di sopra di un certo livello, ma ha ancora un vantaggio nel caso di una riduzione dei tassi di interesse.

Il *floor* è simile a un *cap*, ma funziona in senso inverso. Qualora il tasso di interesse effettivo determinato per un certo periodo di calcolo sia inferiore al tasso *floor* convenuto, il venditore pagherà all'acquirente un importo calcolato ad un tasso pari al differenziale sull'importo nozionale per quel periodo.

I *floor* sono di solito conclusi unitamente a un *cap*, in modo da costituire quella che viene designata come “operazione di *collar*”. In questo caso, l’acquirente di un *cap* potrebbe rinunciare ad alcuni (ma non a tutti) dei benefici di una riduzione dei tassi di interesse vendendo un *floor* al venditore del *cap*, riducendo così il costo del *cap* per un ammontare pari al valore del *floor* o eliminandolo del tutto.

Simile al *collar* è la struttura *top side* dove, qualora il tasso di interesse variabile (ad es. l’Euribor) superi certi parametri, il soggetto che paga il tasso fisso pagherà il tasso di interesse variabile (ad es. l’Euribor) fino a che il predetto tasso di interesse non rientri nuovamente entro i parametri. È inoltre da notare che la struttura *top side* era anche incorporata nella componente interessi di parecchi prestiti offerti in passato dalla Cassa Depositi e Prestiti.

Cross-currency swap

Ricordiamo che la legge italiana impone espressamente agli enti locali e territoriali l’obbligo di stipulare *cross-currency swap* qualora gli stessi abbiano emesso obbligazioni in valuta estera. La logica sottostante è che l’ente è tenuto a effettuare pagamenti ai sensi del prestito obbligazionario (a titolo di capitale e di interessi) nella valuta estera, mentre la maggior parte dei flussi di cassa dell’ente è naturalmente in valuta domestica. I *cross-currency swap* sono stati regolarmente utilizzati dal Tesoro in relazione alle sue emissioni in valuta estera.

Il *cross-currency swap* è simile a uno *swap* di tasso di interesse ma ciascuna parte dello *swap* è denominata in una valuta diversa. Pertanto, il *cross-currency swap* ha due importi in linea capitale, uno per ogni valuta. Normalmente il tasso di cambio utilizzato per determinare i due importi in linea capitale è il tasso *spot*, anche se per operazioni con efficacia successiva alla data di sottoscrizione le parti possono convenire di utilizzare il *forward foreign exchange rate* o di determinare il tasso due giorni lavorativi prima della data di efficacia dell’operazione. Nel caso di *swap* di tasso di interesse non vi è alcuno scambio di capitale, né all’inizio, né alla fine dell’operazione, in quanto i due importi in linea capitale sono uguali e quindi si compensano. Invece, in un *cross-currency swap*,

per garantire che l'ente non sia esposto a oscillazioni valutarie, è indispensabile che le parti concordino di scambiare importi di capitale alla scadenza dell'operazione (in molti casi gli importi capitali sono scambiati anche all'inizio dell'operazione).

L'amortizing swap e il sinking fund

Come sopra evidenziato, gli enti locali potevano emettere obbligazioni con rimborso in un'unica soluzione. Tuttavia, l'articolo 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448 imponeva in tal caso l'obbligo di ammortizzare i pagamenti del capitale nel corso del prestito obbligazionario, costituendo un fondo di ammortamento al fine di accumulare i fondi necessari per il rimborso alla scadenza del prestito, e questo allo scopo di evitare che il prestito con scadenza media o lunga e destinato a finanziare investimenti alla data dell'emissione potesse rappresentare un onere per le amministrazioni successive.

Il fondo di ammortamento doveva essere strutturato in uno dei seguenti modi: (1) come un *sinking fund* in cui l'ente accumulava gradualmente i fondi, che erano investiti in titoli di Stato o altri strumenti finanziari; il fondo era strutturato in modo che alla scadenza l'importo investito in tali titoli di Stato o altri strumenti finanziari fosse sufficiente per rimborsare il valore nominale del prestito obbligazionario; oppure (2) come un *amortizing swap* dove l'ente pagava alla banca, a ciascuna data convenuta nello *swap*, un importo in modo che alla scadenza finale il totale degli importi pagati fosse pari al capitale del prestito obbligazionario alla scadenza. Dall'altra parte, la controparte *swap* pagava alla scadenza un importo pari all'importo nozionale del prestito obbligazionario. Pertanto, in un *amortizing swap*, la controparte *swap* investiva gli importi ricevuti dall'ente. Gli *amortizing swap* includevano generalmente anche una componente di *swap* di tasso di interesse.

I vantaggi dell'*amortizing swap* rispetto al *sinking fund* erano principalmente i seguenti: (1) l'ente evitava di sostenere oneri amministrativi e attribuire le risorse necessarie per la gestione del fondo; e (2) l'ente evitava il rischio legato alle variazioni dei tassi di interesse durante il periodo di ammortamento (le variazioni dei tassi di interesse

avrebbero influenzato il prezzo dei titoli di Stato o degli altri strumenti finanziari in cui avrebbe investito l'ente).

Può sembrare che con l'*amortizing swap* l'ente fosse esposto a un rischio di controparte significativo. Tuttavia, tale rischio era molto limitato (e quasi neutralizzato) da (1) il requisito che la banca/controparte *swap* avesse un merito di credito minimo; e (2) garanzie reali sui depositi e titoli creati in genere a favore dell'ente.

In relazione all'*amortizing swap*, in varie occasioni è accaduto che la banca e l'ente abbiano stipulato *credit default swap* (CDS) con i quali l'ente vendeva protezione alla banca su titoli di Stato o su altri strumenti finanziari. Tale *swap* aveva come conseguenza l'obbligo per l'ente di effettuare un pagamento alla banca nel caso di *default* dell'emittente in relazione a tali titoli o strumenti finanziari.

Alcuni hanno sostenuto che il CDS unito a un *amortizing swap* costituisca un rischio eccessivo per l'ente.

Tuttavia, da un punto di vista finanziario, ricevendo il beneficio della protezione del credito, la banca è in grado di concordare condizioni economiche migliori (dal punto di vista dell'ente) in termini di interessi pagati alla banca ai sensi dello *swap* di tasso di interesse; pertanto, la banca di fatto corrisponde un prezzo per l'acquisito della protezione del rischio di credito, riconoscendo all'ente condizioni migliori quanto al tasso di interesse da pagarsi alla banca nella componente di tasso di interesse dell'*amortizing swap*.

Mentre l'ente era esposto ai rischi di *default* degli emittenti dei titoli, dal punto di vista economico non c'era differenza con l'esposizione che l'ente stesso avrebbe avuto in caso avesse optato per la creazione del proprio *sinking fund* ed avesse usato tali fondi per investire nei medesimi titoli. Da un punto di vista regolamentare, non è richiesto che, nei *sinking fund*, i titoli debbano essere detenuti dall'ente: è semplicemente previsto che l'ente possa accettare il rischio economico di tali titoli e non vi era

alcuna disposizione in vigore al tempo della conclusione di tali operazioni che escludesse la possibilità che l'investimento potesse essere effettuato in forma sintetica (cioè tramite vendita di protezione del credito sul titolo) anziché in forma fisica (cioè tramite l'acquisto e la detenzione del titolo stesso), a condizione che il rischio assunto dall'ente pubblico non fosse diverso da quello che l'ente avrebbe avuto se avesse acquistato il relativo titolo.

Conclusioni

In conclusione, vorremmo fornire un'indicazione di come riteniamo potrebbe essere generalmente regolamentata l'attività in strumenti derivati da parte degli enti locali e territoriali, anche in base all'esperienza in altri paesi in cui la Banca svolge la propria attività.

È ben noto il fatto che l'utilizzo di *interest rate swap* e di prodotti correlati nel mercato degli enti pubblici in tutto il mondo sia cresciuto notevolmente negli ultimi anni, in quanto molti di tali soggetti hanno constatato l'utilità degli strumenti finanziari derivati quali strumenti di copertura e di gestione dei rischi di tasso, di gestione dei flussi di cassa e di riduzione dei costi del debito. Questo è comprovato dall'approccio normativo seguito nella maggior parte dei principali paesi in cui è consentito agli enti pubblici stipulare contratti derivati.

In tale contesto, è più che benvenuto un sostegno continuo e articolato da parte delle autorità competenti nell'individuare, se ritenuto necessario nelle circostanze, rischi e benefici delle operazioni in strumenti finanziari derivati, in modo che tali strumenti possano assolvere al meglio le loro funzioni.

Gli strumenti finanziari derivati possono essere di grande aiuto agli enti locali e territoriali per la loro gestione finanziaria. Tenendo questo in considerazione, riteniamo che i nuovi interventi legislativi debbano mirare, in base all'esperienza finora acquisita, a migliorare il precedente quadro normativo, in modo da offrire una serie di norme più chiare da seguire sia per le istituzioni finanziarie che operano con

gli enti locali e territoriali, sia per gli enti stessi. A tal fine si dovrebbe inoltre evitare di impedire agli enti di stipulare operazioni in strumenti finanziari derivati, in modo da non pregiudicare la loro capacità di accedere a valide fonti di finanziamento nel mercato dei capitali.

Inoltre, si dovrebbe valutare se sia opportuno vietare ai comuni minori e ad altri piccoli enti pubblici la possibilità di avvalersi di strumenti finanziari derivati, così da restringerne l'utilizzo ai soli enti di grandi dimensioni che hanno la capacità di gestire bilanci di elevata complessità. E questo anche per mantenere un monitoraggio e un controllo efficace da parte del Tesoro e delle autorità di vigilanza sugli strumenti finanziari derivati stipulati dagli enti locali e territoriali.

Se possibile, il regolamento del Tesoro e ogni legge in esame dovrebbero anche fornire direttive relative alle operazioni in essere da ristrutturare, novare e/o cedere e non solo avere ad oggetto i contratti derivati da stipulare in futuro.

Inoltre, il divieto agli enti di emettere obbligazioni con rimborso in un'unica soluzione posto in essere al fine di impedire la sottoscrizione di *amortizing swap* o di *swap* con fondo di ammortamento dovrebbe essere riesaminato, poiché l'opportunità di emettere questi tipi di titoli può produrre un grande vantaggio per gli enti, in presenza di certe condizioni di mercato.

La nostra banca ha esaminato la bozza di regolamento del Tesoro in sostituzione del D.M. 1 dicembre 2003, n. 389 e in esecuzione delle disposizioni della Legge 6 agosto 2008, n. 133. Abbiamo inoltre esaminato la nuova bozza di proposta di legge che è stata presentata alla Camera dei Deputati.

Con riferimento alla nuova proposta di legge presentata alla Camera dei Deputati nel settembre 2009, riteniamo che la nuova normativa debba tenere conto de: (i) i vantaggi per gli enti offerti da strumenti finanziari derivati di copertura; e (ii) il fatto che il *mark-to-market* non rappresenta una perdita effettiva per siffatti enti e, tenuto conto che un ente dovrebbe mantenere gli *swap* fino a scadenza e che il trattamento

contabile degli *swap* segue il principio di competenza e non del *mark-to-market*, la percezione che un *mark-to-market* negativo sia un problema significativo non sembra essere giustificata. Pertanto, adottare una legge per risolvere le operazioni di *swap* in essere non appare né necessario né tantomeno opportuno. Infatti, la risoluzione anticipata avrebbe l'effetto di cristallizzare perdite che potrebbero non verificarsi alla scadenza del titolo obbligazionario e dello *swap* collegato e lascerebbe gli enti esposti ai rischi di un aumento dei tassi di interesse e/o dei tassi di cambio o, nel caso di *amortizing swap*, creerebbe significative difficoltà per gli enti le cui operazioni non sono attualmente in positivo e pertanto gli enti non riceverebbero un importo pari a tutte le rate di capitale pagate fino al momento della risoluzione. Inoltre, le parti che stipulano contratti con gli enti locali e territoriali hanno bisogno di poter confidare nel fatto che i termini di tali contratti saranno rispettati; adottare tale legge minerebbe seriamente tale fiducia e avrebbe un effetto negativo sulla capacità degli enti di ottenere finanziamenti in futuro.

Abbiamo constatato che l'altra proposta ministeriale - la recente bozza di regolamento proposta dal Ministro dell'Economia - sembra invece concentrarsi maggiormente sullo sforzo di garantire che vi sia una maggiore informativa e una migliore comprensione degli *swap* da parte degli enti. In generale, riteniamo che questo sia un approccio corretto e che i temi generali dell'informativa e della comprensione riflettano il modo in cui abbiamo cercato di condurre la nostra attività in strumenti derivati con le autorità locali e territoriali in Italia e altrove.

Roma, 30 novembre 2009

**Indagine conoscitiva sull'utilizzo degli strumenti finanziari derivati e delle cartolarizzazioni
nelle pubbliche amministrazioni – audizione VI Commissione Finanza e Tesoro del Senato della
Repubblica Italiana –
1° dicembre 2009.**

Grazie per aver invitato UBS a comparire davanti a codesta Commissione. Siamo lieti di avere l'opportunità di contribuire ad una così importante discussione.

UBS da molti anni ha concluso una serie di operazioni in derivati con enti locali italiani per la gestione del debito e per finalità di copertura. Tali operazioni variano da *swap plain vanilla* su tasso fisso/variabile e *collars* sui tassi di interesse a operazioni più strutturate quali ad esempio quelle relative a *sinking funds* o *amortising swaps*. Le nostre controparti sono sempre state Regioni o grandi Comuni.

Siamo del tutto favorevoli allo scopo alla base della proposta di regolamento, quello cioè di introdurre maggior chiarezza sui tipi di strumenti derivati che gli enti locali possono concludere e la previsione di maggiori flussi di informazioni che consentano agli enti locali di meglio misurare e gestire il rischio.

Le misure proposte dovrebbero, in linea di principio, aumentare la trasparenza e dare maggiore certezza legale ai contratti derivati, il che, di conseguenza, dovrebbe generare una maggiore tranquillità sia da parte degli enti locali che delle loro controparti bancarie nel concludere siffatte operazioni.

Prima di discutere alcuni punti di dettaglio della bozza di regolamento vorremmo svolgere alcune considerazioni di carattere più generale.

In primo luogo, è importante che il dibattito in corso non perda di vista i benefici effettivi che i derivati possono generare quando usati responsabilmente nella gestione del debito degli enti pubblici, con riguardo, in particolare, alla flessibilità che attribuiscono nella gestione dei profili di indebitamento e alla possibilità di coprire efficacemente le esposizioni a tassi di interesse e valute estere.

Vorremmo anche svolgere alcuni commenti generali sul *pricing* e sulla "valutazione" dei derivati e sull'impatto delle variazioni nei tassi di mercato di volta in volta correnti, le quali considerazioni valgono ugualmente per le emissioni di titoli di debito. Nell'emettere nuovo debito a tasso fisso o variabile, un emittente deve necessariamente assumere una visione sui tassi di interesse futuri: ad esempio, un emittente può decidere di emettere titoli a tasso fisso in quanto ritiene che i tassi di interesse possano aumentare in futuro e desidera pertanto garantirsi un basso costo dell'indebitamento. Al contrario, un emittente che assuma una visione opposta e ritenga che i tassi di interesse siano suscettibili di diminuzione sceglierà di emettere titoli a tasso variabile. Se vi fosse una insufficiente richiesta, sul mercato, di titoli a tasso variabile, quell'emittente potrebbe in questo caso emettere titoli a tasso fisso per incontrare le richieste degli investitori e quindi conseguire la sua preferenza per un tasso variabile concludendo uno swap su tassi di interesse fisso/variabile.

Il *fair value* di simili swap *al giorno uno* (prima della deduzione dei costi, i.e. dello *spread* offerto dalla banca controparte che tiene conto, fra l'altro, dei costi di *hedging* della stessa banca e di un margine di profitto) è per definizione zero, poiché un *pricing* "neutrale" da un punto di vista del rischio richiede che il valore attuale dei futuri pagamenti a tasso fisso sia uguale al valore attuale degli importi a tasso

variabile futuri attesi da riceversi, scontati al relativo tasso di mercato corrente. Una volta posta in essere l'operazione, il *mark-to-market* o *fair value* dello swap varierà durante la vita dell'operazione stessa in conseguenza di cambiamenti nei componenti sottostanti, inclusi, senza limitazione, i tassi di interesse, la volatilità, il costo di reperimento della provvista, ecc.

Sebbene successive modificazioni, ad esempio, dei tassi di interesse o di cambio possono generare un *mark-to-market* negativo dello swap, ciò non equivale a un effettivo indebitamento o perdita. È importante ricordare anche che ogni guadagno o perdita sulla copertura data dallo swap in termini di *mark-to-market* sono compensati da uguali e opposti guadagni o perdite sul *fair value* del debito sottostante (i.e. quanto costerebbe all'emittente riacquistare detto debito).

In ogni caso concordiamo sul fatto che la preferenza dovrebbe essere data, da parte degli enti locali, a quelle strutture di derivati (come i *collars*) che proteggono l'emittente indipendentemente da variazioni inattese dei futuri tassi di interesse, anche se queste strutture possono avere un costo più elevato per l'emittente alla loro data di inizio.

Inoltre, il *pricing* della maggior parte dei derivati *plain vanilla* è estremamente trasparente (ad esempio, largamente disponibile sulle schermate dei *broker*) e, conseguentemente, altamente competitivo.

Condividiamo l'approccio proposto dal MEF e dalla Consob che prende atto del fatto che la valutazione dei derivati debba andare oltre una semplice analisi in termini di *mark-to-market*. Tuttavia, per quanto attiene ai derivati conclusi per finalità di copertura (al contrario di quanto avviene per quelli aventi finalità speculative) riteniamo che una pura analisi "di probabilità" potrebbe essere meglio sostituita da una analisi "di scenario", che illustri l'impatto che una serie di potenziali cambiamenti nei tassi applicabili potrebbe avere nei flussi di cassa futuri ai sensi del contratto, tale essendo un modo migliore per aiutare i clienti a misurare e gestire il loro profilo di rischio.

Inoltre, è importante, crediamo, che le nuove misure proposte garantiscano un pari livello di competizione fra banche italiane e banche internazionali, al fine di assicurare una adeguata concorrenza sul *pricing* e sull'offerta di prodotti, così da consentire agli enti locali di gestire efficientemente il loro debito e i relativi costi. Il continuo coinvolgimento delle banche internazionali apporta vantaggi in termini di esperienza, ventaglio di operazioni disponibili, innovazione, ecc., che si aggiungono a quelli portati dalle banche italiane. Apporta altresì maggiore concorrenza e dunque *pricing* più competitivi e maggiore trasparenza sul mercato.

Dalla nostra esperienza di gestione con enti pubblici in altri paesi dell'Unione Europea, ci siamo formati il convincimento che l'Italia ha costituito il quadro normativo maggiormente evoluto in relazione alla regolamentazione del tipo di operazioni che gli enti pubblici possono concludere e le informazioni che debbono essere fornite. Questo quadro normativo si è dimostrato complesso. In aggiunta, occorre mettere in rilievo il mancato coordinamento tra il D.lgs. n. 58 del 1998 e le Delibere Consob, da un lato, e la normativa relativa agli enti locali, dall'altro.

In generale, riteniamo sia preferibile, quando possibile, sviluppare standard coerenti a livello internazionale per regolare materie di questo tipo (come è stato il caso, in Italia, sino ad adesso, ad esempio attraverso l'adozione di protocolli ISDA, di principi contabili internazionali, ecc). Allo stesso modo, riteniamo sussistano dei rischi nell'ipotesi in cui un paese stabilisca approcci *molto* differenti rispetto agli altri Stati Membri dell'Unione Europea, tali da rendere più difficile per gli enti locali italiani, in futuro, l'accesso ai mercati internazionali dei capitali. Ad esempio, consideriamo le restrizioni alle emissioni di titoli di debito rimborsabili alla scadenza in un'unica soluzione come suscettibili di generare tale potenziale rischio.

In questo contesto riterremmo che la MiFID già dispone uno schema ben compreso ed efficace a livello di Unione Europea per la tutela dell'investitore, che include estese regole e requisiti in tema di adeguatezza dei prodotti e dei clienti e di obblighi di informazione sui rischi.

La MiFID prende altresì atto che gli investitori hanno diversi livelli di conoscenza, competenza ed esperienza e che i requisiti regolamentari debbano riflettere tale realtà. Le regole sulla classificazione dei clienti nella MiFID stabiliscono un chiaro quadro per differenziare fra piccoli clienti meno sofisticati e grandi clienti più esperti e consapevoli, i quali ultimi abbiano la capacità di fare le proprie scelte di investimento e di valutare ogni rischio ad esse inerente. La MiFID prevede certe tipologie prestabilite di clientela come quelle che hanno tali qualificazioni e le classifica automaticamente come clienti professionali, inclusi, ciò che è importante, enti pubblici che gestiscono il debito pubblico.

Sappiamo che le Regioni italiane sono classificate come investitori professionali e che il tema della classificazione degli altri enti locali, come richiesto dalla MiFID, è ancora oggetto di considerazione. Se in principio non abbiamo alcuna difficoltà a fornire descrizioni di prodotti e transazioni trasparenti e chiare, non riteniamo sia appropriato trattare tutti gli enti locali diversi dalle Regioni come fossero investitori *retail*. Molti grandi enti locali possiedono significative e sofisticate funzioni finanza, che possono giustificatamente essere caratterizzate e classificate come controparti intermedie e professionali.

L'aspetto critico è che la classificazione dello status di un cliente sia chiarita e concordata sin dall'inizio in modo che entrambe le parti siano consapevoli delle rispettive obbligazioni e delle regole a esse applicabili in termini di conseguimento dei requisiti di adeguatezza e così via. Nel caso specifico di UBS, nel passato abbiamo solo concluso operazioni strutturate con quelle grandi città italiane che abbiamo ritenuto avessero esperienza e capacità sufficienti in materia di prodotti derivati.

Qualsiasi misura sia proposta che, di fatto, richieda alle banche di trattare tutti gli enti locali italiani come enti *retail* limiterebbe ingiustificatamente la capacità delle grandi e più sofisticate città e regioni di gestire il proprio indebitamento nel modo più efficiente, da un lato, e la capacità delle banche internazionali di competere paritariamente con le banche italiane, dall'altro.



RELAZIONE DEL GRUPPO DEUTSCHE BANK

(Audizione del 03/12/2009)

Relatori

Ing. F. Valeri

Avv. M. Mengoni

Dr. R. Grelle

Senato della Repubblica - 6^a Comm. Perm. (Finanze e Tesoro)

Pres. Sen. Baldassarri Mario

Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni



SOMMARIO

| | |
|--|----|
| 1. - NOTIZIE PRELIMINARI SUL GRUPPO DEUTSCHE BANK | 4 |
| 2. - IL MERCATO DEL DEBITO NELL'ULTIMO QUINQUENNIO: ANALISI GENERALE | 8 |
| 3. - IL MERCATO DEL DEBITO NELL'ULTIMO QUINQUENNIO: ANALISI SETTORIALE RELATIVA ALL'INCIDENZA (MARGINALE) DEI DERIVATI NON QUOTATI (OTC) DESTINATI ALLA FINANZA LOCALE..... | 15 |
| 4. - IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO IN MATERIA DI ACCESSO DELLE AMMINISTRAZIONI LOCALI ITALIANE ALLA FINANZA DERIVATA. CENNI COMPARATIVI. | 22 |
| 5. - LE PRATICHE INTERNAZIONALI UNIFORMI SU BASE ISDA IN MATERIA DI DERIVATI NON QUOTATI (OTC). | 26 |
| 6. - L'OPERATIVITÀ DI DEUTSCHE BANK IN DERIVATI NON QUOTATI (OTC) DESTINATI AD AMMINISTRAZIONI LOCALI ITALIANE. I PROCESSI ED I PRESIDI DI CONTROLLO..... | 29 |
| 7. - L'OPERATIVITÀ DI DEUTSCHE BANK IN CARTOLARIZZAZIONI DESTINATE AD AMMINISTRAZIONI LOCALI | 39 |
| 8. - IL RIORDINO DELLA MATERIA DEI DERIVATI NON QUOTATI (OTC) A BENEFICIO DELLA FINANZA LOCALE: LE PROPOSTE DEL GRUPPO DEUTSCHE BANK PER UNA EFFICIENTE RAZIONALIZZAZIONE DEL SETTORE..... | 41 |



Argomenti trattati nella Relazione

Spett.li Senatori membri della Commissione Finanze,

nella presente Relazione verranno trattati i seguenti temi:

- Presenza di Deutsche Bank nel mondo e in Italia
- Analisi del mercato del debito mondiale, europeo ed italiano con specifico riferimento alla parte relativa alle amministrazioni locali
- Analisi del mercato mondiale e italiano dei derivati, con specifico riferimento all'operato delle amministrazioni locali
- Quadro normativo di riferimento in Italia e in alcune importanti nazioni europee
- Contrattualistica vigente ISDA

Dopo questa panoramica introduttiva, verranno illustrate le attività di Deutsche Bank sul mercato dei derivati non quotati in Italia.

A seguire, verranno descritti:

- I processi ed i presidi di controllo interni
- Il sistema di incentivazione del personale
- L'operatività di Deutsche Bank nell'ambito di cartolarizzazioni nel settore pubblico

A conclusione della Relazione, verranno illustrate tre proposte operative di potenziale contribuzione ai lavori di codesta Commissione.



1. - Notizie preliminari sul Gruppo Deutsche Bank.

1.1) Deutsche Bank nel Mondo.

La Deutsche Bank, fondata a Berlino nel 1870 e con sede a Francoforte, rappresenta una delle maggiori banche di investimento internazionali che può vantare oltre 18 milioni di clienti sia privati che istituzionali, e più di 78 mila collaboratori suddivisi nei 73 paesi in cui la banca opera.

La Deutsche Bank vanta una posizione di leadership di mercato europeo, mentre una costante crescita caratterizza la presenza della banca nel Nord America, in Asia e nei vari mercati emergenti.

La Deutsche Bank ha il proprio titolo quotato sia alla Borsa di Francoforte che a quella di New York e, con i suoi 580 mila azionisti, rappresenta una delle maggiori *public companies* europee.

La struttura di Governance del Gruppo è impostata secondo il modello dualistico: un organo di controllo non operativo (“Supervisory Board”) ed un Consiglio di Gestione (“Vorstand”) che ha il controllo delle attività del gruppo, ne determina gli obiettivi, le strategie, le decisioni di investimento e la gestione del rischio.

La Deutsche Bank è centralmente strutturata in 2 macro divisioni di business: *Corporate and Investment Bank (CIB)*, e *Private Clients and Asset Management (PCAM)*.

La macro divisione di Gruppo *Corporate and Investment Bank* è responsabile delle attività sul mercato dei capitali e si suddivide a sua volta in due divisioni:

- Corporate Banking and Securities, che comprende le attività di Global Markets (originazione, vendita, trading e strutturazione di vari prodotti trattati sui mercati dei capitali quali azioni, obbligazioni, derivati quotati ed OTC, prodotti FX, strumenti per il mercato monetario, strumenti securitizzati e *commodities*) e Corporate Finance (servizi di consulenza per il M&A, Equity Capital Markets, Debt Capital Markets, Asset and Finance Leasing e Commercial Real Estate)
- Global Transaction Banking, che gestisce operazioni finanziarie legate all’import-export e alla gestione della tesoreria e dei flussi di cassa, per la clientela sia Corporate sia Istituzionale, unitamente ai servizi di trust, deposito e custodia titoli per la clientela Istituzionale.

La macro divisione di Gruppo PCAM comprende sia il business di Deutsche Bank che si occupa della gestione degli investimenti per la clientela privata ed istituzionale, sia le attività bancarie tradizionali a favore dei privati e delle piccole e medie imprese. Essa si articola a sua volta in tre divisioni:



- Private & Business Clients, che fornisce alla clientela privata ed alle piccole e medie imprese una completa varietà di prodotti bancari tradizionali, che include i conti correnti, i depositi, i finanziamenti, i prodotti di gestione degli investimenti e i servizi finanziari alle piccole e medie imprese.
- Private Wealth Management, che offre servizi di consulenza finanziaria, patrimoniale e successoria personalizzata per gli investitori del segmento High Net Worth Individuals.
- Asset Management, che propone un'ampia gamma di strumenti per la gestione del risparmio: dai fondi comuni d'investimento e Sicav agli hedge fund, dai certificati e covered warrant agli Exchange Traded Funds, dai fondi immobiliari ai mandati istituzionali.

Il Gruppo Deutsche Bank AG ha riportato, al 30 settembre 2009, un "Core T1 ratio" pari a **8,1%** e un Tier 1 ratio dell'**11,7%**.

La tabella che segue riporta i rating attuali di Deutsche Bank AG espressi dalle principali agenzie di rating.

| Ratings of Deutsche Bank | | |
|---------------------------|-------------------|------------------|
| | Short term rating | Long term rating |
| Moody's Investors Service | P-1 | Aa1 |
| Standard & Poor's | A-1 | A+ |
| Fitch Ratings | F1+ | AA- |

1.2) Deutsche Bank in Italia.

In Italia la Deutsche Bank è presente sin dal 1977, anno di apertura dell'ufficio di rappresentanza della Deutsche Bank AG.

Successivamente la banca si è ampliata notevolmente anche attraverso le operazioni di acquisizione della Banca d'America e d'Italia, nel 1986, della Banca Popolare di Lecco, nel 1994, e del network di promozione finanziaria Finanza & Futuro, nel 1995.

Oggi la banca in Italia può contare su 4000 collaboratori, 1000 promotori finanziari ed oltre 260 sportelli bancari con forte concentrazione in Lombardia, Liguria, Campania e Puglia.

La struttura organizzativa locale rispecchia l'assetto definito dalla Casa Madre: in Italia la attività della banca sono anch'esse ripartite tra le due divisioni CIB e PCAM.



In particolare, nell'ambito della Divisione PCAM, i clienti privati di Deutsche Bank possono accedere ai servizi e alla consulenza della Banca attraverso l'organizzazione del PBC (Private and Business Clients), cui fanno capo la rete degli sportelli bancari e le sedi Private Banking, il network nazionale dei promotori finanziari Finanza & Futuro Banca e Deutsche Bank Mutui Spa, banca del Gruppo specializzata in finanziamenti a medio-lungo termine assistiti da garanzia ipotecaria.

Con il marchio Prestitempo, Deutsche Bank è anche uno dei principali operatori italiani nei finanziamenti per l'acquisto di beni di consumo e servizi. Inoltre, attraverso il sistema di carte di credito personali e aziendali Deutsche Credit Card, la Banca gestisce tutti i pagamenti elettronici in collegamento con i maggiori circuiti internazionali. La disponibilità continuativa dei servizi bancari è assicurata dal sistema di e-banking e phone-banking per i clienti privati e dal servizio di remote banking per le imprese.

Per fornire alcuni dati rappresentativi, ad oggi Deutsche Bank in Italia gestisce:

- circa 2,7 milioni di clienti privati
- una quota di mercato nel settore delle carte di credito pari a circa il 20% per la clientela privata, il 55% per la clientela aziendale
- circa 400.000 conti correnti
- circa 12,7 miliardi di Euro di patrimonio in gestione
- impieghi per un ammontare pari a circa 40 miliardi di Euro sul sistema Italia

A livello societario, la Deutsche Bank opera in Italia attraverso la Deutsche Bank Spa (e l'omonimo Gruppo Bancario), nella quale prevale l'attività gestita nell'ambito della macro divisione PCAM, e la succursale di Deutsche Bank AG (denominata "Deutsche Bank AG Filiale di Milano"), le cui attività si concentrano nell'ambito della macro divisione CIB.

Per quanto riguarda la Deutsche Bank SpA, Deutsche Bank è stato il primo gruppo bancario internazionale ad adottare in Italia il sistema di governance dualistico: una decisione deliberata nell'aprile 2008 dall'Assemblea Straordinaria della Banca, che avvicina la struttura italiana al sistema di amministrazione e controllo della Capogruppo di Francoforte.

La governance dualistica prevede la presenza di un Consiglio di Sorveglianza, i cui membri sono nominati dall'Assemblea degli Azionisti, e di un Consiglio di Gestione nominato dal Consiglio di Sorveglianza.



Il Consiglio di Sorveglianza, in aggiunta alla funzione di controllo, ha quella di supervisione delle attività del Consiglio di Gestione; in particolare dell'approvazione delle linee strategiche proposte da quest'ultimo.

Il Consiglio di Gestione è, invece, responsabile della gestione del Gruppo, in accordo con le linee strategiche approvate dal Consiglio di Sorveglianza.

Il Gruppo Bancario Deutsche Bank Spa, oltre alla capogruppo, annovera 11 società specializzate nella gestione di specifici prodotti/servizi.



2. - Il mercato del debito nell'ultimo quinquennio: analisi generale

2.1) Il mercato mondiale, europeo ed italiano del debito al 31 dicembre 2008.

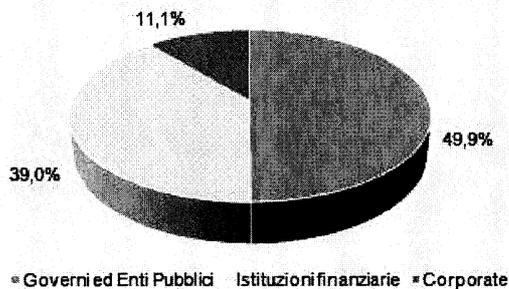
Prima di entrare nel merito dell'attività specifica della Deutsche Bank può essere utile inquadrare il contesto di riferimento, partendo dagli indicatori che caratterizzano il mercato mondiale, italiano ed europeo del debito, sulla base dei dati forniti dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BIS):

Mercato mondiale, europeo ed italiano del debito al 31 dic 2008

| Miliardi di dollari | 31-dic-08 | |
|--------------------------|---------------|---------------|
| | Ammontare | Percentuale |
| Mondo | | |
| Governi ed Enti Pubblici | 29.787 | 49,9% |
| Istituzioni finanziarie | 23.274 | 39,0% |
| Corporate | 6.605 | 11,1% |
| Totale Mondo | 59.666 | 100,0% |
| Area Euro | | |
| Governi ed Enti Pubblici | 6.569 | 49,7% |
| Istituzioni finanziarie | 4.667 | 35,3% |
| Corporate | 1.991 | 15,1% |
| Totale Area Euro | 13.227 | 100,0% |
| Italia | | |
| Governi ed Enti Pubblici | 1.780 | 54,6% |
| Istituzioni finanziarie | 1.055 | 32,3% |
| Corporate | 427 | 13,1% |
| Totale Italia | 3.262 | 100,0% |

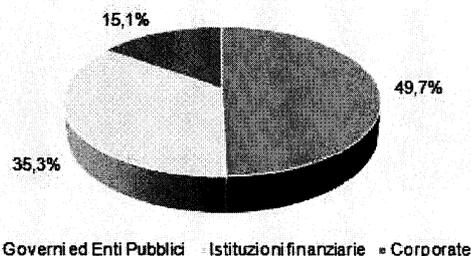
Fonte: BIS quarterly, June 2009, Table 3B "Domestic Debt Securities Issuance Dec 2008"

Mercato del Debito "Mondiale" dic 08



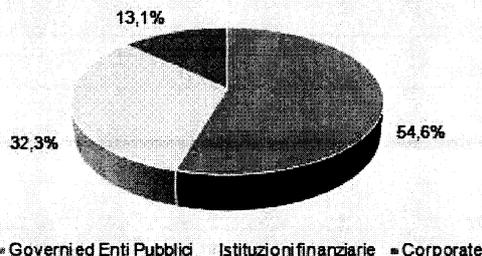
Fonte: BIS quarterly, June 2009, Table 3B "Domestic Debt Securities Issuance Dec 2008"

Mercato del Debito "Area Euro" dic 08



Fonte: BIS quarterly, June 2009, Table 3B "Domestic Debt Securities Issuance Dec 2008"

Mercato del Debito "Italia" dic 08



Fonte: BIS quarterly, June 2009, Table 3B "Domestic Debt Securities Issuance Dec 2008"



Al 31 dicembre 2008, il valore mondiale del mercato del debito è pari a USD 59.666 miliardi, di cui USD 29.787 miliardi (pari al 49,9% del totale) relativi a debiti contratti da governi ed enti pubblici.

Con riferimento ai paesi dell'area Euro, il mercato del debito al 31 dicembre 2008 ammonta complessivamente a USD 13.227 miliardi, di cui USD 6.569 (49,7% del totale) relativi a governi ed enti pubblici.

Infine, il mercato domestico italiano alla stessa data presenta un valore pari a USD 3.262 miliardi, di cui USD 1.780 miliardi (54,6% del totale) a carico di governi ed enti pubblici.



Nell'ambito del mercato complessivo, è utile focalizzare i valori di pertinenza delle amministrazioni locali nell'area Euro, così come rilevati dalla Banca Centrale Europea:



I dati evidenziano che nel corso degli ultimi 5 anni (dal 2004 al 2008) **in Europa il debito delle amministrazioni locali**, in termini percentuali rispetto al prodotto interno lordo, è rimasto sostanzialmente immutato e **pari al 5,2% del PIL**.

Vale la pena richiamare l'attenzione della Commissione su quest'ultimo dato, rilevante ai fini delle successive considerazioni.



2.2) Il mercato italiano del debito negli ultimi 5 anni: analisi generale.

Identificata l'ampiezza del mercato del debito in ambito internazionale, prendiamo ora in esame i dati relativi al contesto domestico italiano, sulla base delle informazioni rese disponibili dalla Banca d'Italia:



Dall'analisi dei dati emerge che nel periodo che va da dicembre 2005 a giugno 2009 il mercato del debito italiano ha fatto registrare un incremento da Euro 2.134.057 milioni ad Euro 3.103.866 milioni.

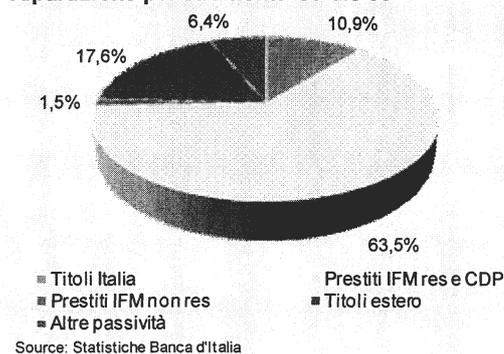
Considerando nello specifico la componente relativa alle **amministrazioni locali**, si rileva che il **debito complessivo** delle stesse è **creciuto** nello stesso periodo **da Euro 87.338 milioni ad Euro 109.235 milioni**.



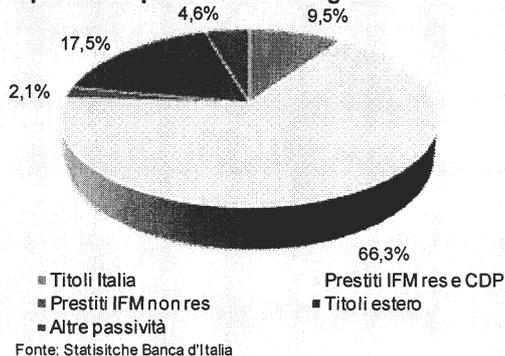
Al fine di evidenziare le modalità in cui si è realizzato il debito delle amministrazioni locali italiane, ne esamineremo nel seguito la ripartizione sui vari strumenti:



Ripartizione per strumento 31 dic 05



Ripartizione per strumento 30 giu 09

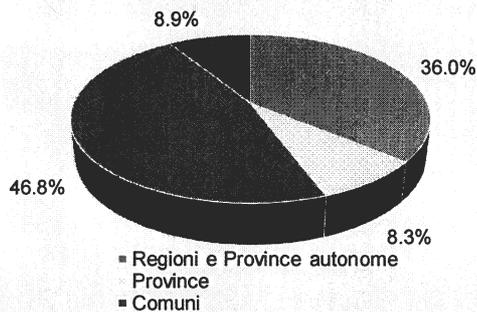


Dall'analisi dei dati emerge che i ca. 109 miliardi di Euro di debito complessivo delle amministrazioni locali sono sostanzialmente verso istituti finanziari monetari e Cassa Depositi e Prestiti, e per circa il 17,5% collocati sul mercato obbligazionario estero.

Per completare l'analisi della composizione del debito delle amministrazioni locali, vale la pena analizzare la ripartizione per tipologia di amministrazione locale, esaminando i dati forniti dalla Banca d'Italia.

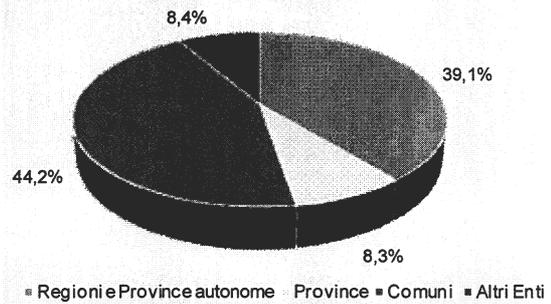


Ripartizione per comparti 31 dic 05



Source: Statistiche Banca d'Italia

Ripartizione per comparti 30 giu 09



Fonte: Statistiche Banca d'Italia

Le statistiche prese in considerazione, evidenziano un incremento molto marcato dell'indebitamento di Regioni e Province autonome (da Euro 31.429 milioni a Euro 42.697 milioni). Anche l'indebitamento dei Comuni è aumentato nel periodo di riferimento, ma in misura meno che proporzionale rispetto all'incremento complessivo del debito delle amministrazioni locali (da Euro 40.834 milioni a 48.242 milioni).

Se possiamo poi ad esaminare il peso dell'indebitamento delle amministrazioni locali rispetto al Prodotto Interno Lordo:

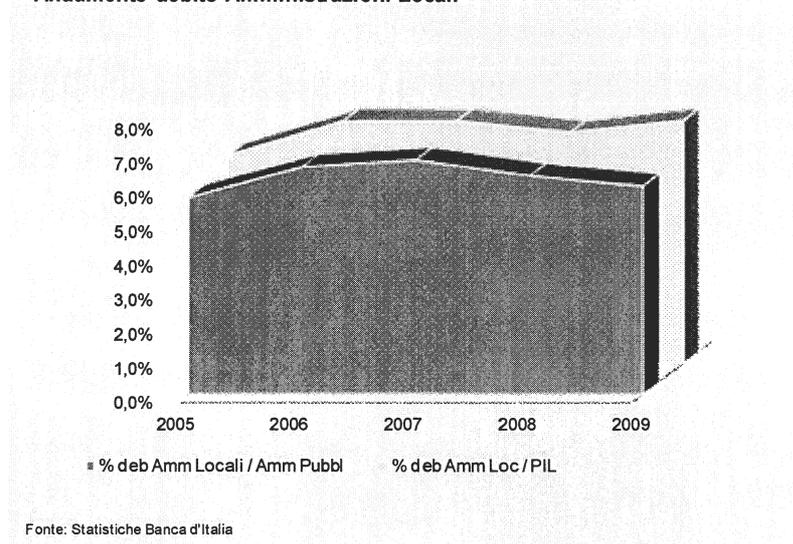
Andamento del debito delle amministrazioni locali

(in percentuale del debito complessivo e del PIL)

| €m | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| PIL | 1.429.479 | 1.485.377 | 1.544.915 | 1.572.243 | 1.530.905 |
| Debito Amm Locali | 87.338 | 105.559 | 109.960 | 106.637 | 109.235 |
| Debito governativo | 1.512.776 | 1.581.996 | 1.599.579 | 1.663.031 | 1.786.841 |
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| % deb Amm Locali / governativo | 5,8% | 6,7% | 6,9% | 6,4% | 6,1% |
| % deb Amm Loc / PIL | 6,1% | 7,1% | 7,1% | 6,8% | 7,1% |

Fonte: Statistiche Banca d'Italia

Andamento debito Amministrazioni Locali



Fonte: Statistiche Banca d'Italia

possiamo constatare che questo è aumentato di circa un punto percentuale nel quinquennio di riferimento, passando dal 6,1% al 7,1%.

La Commissione ricorderà che, a livello europeo, tale dato è pari al 5,2% del PIL, ovvero in Italia si registrano circa 2 punti percentuali in più rispetto alla media europea.



3. - Il mercato del debito nell'ultimo quinquennio: analisi settoriale relativa all'incidenza (marginale) dei derivati non quotati (OTC) destinati alla finanza locale.

Dopo aver definito in maniera sintetica i dati che contraddistinguono il mercato del debito e la componente di competenza delle amministrazioni locali, passiamo brevemente in rassegna il mercato degli strumenti derivati, oggetto specifico dell'indagine conoscitiva da parte della Commissione.

Il mercato mondiale dei contratti derivati

Per ottenere un quadro di riferimento del valore del mercato mondiale, possiamo considerare i dati pubblicati dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BIS):

Contratti derivati negoziati su mercati non regolamentati nelle principali banche mondiali

| € miliardi | dic-04 | dic-08 | Variaz % 04-08 |
|---------------------------------|----------------|----------------|-------------------|
| Derivati su cambi | 21.503 | 35.750 | 66,3% |
| Derivati su tassi | 139.859 | 300.839 | 115,1% |
| Derivati azioni e materie prime | 4.279 | 7.847 | 83,4% |
| Derivati su crediti | 4.696 | 30.084 | 540,6% |
| Non allocati | 19.538 | 50.832 | 160,2% |
| Totale contratti | 189.875 | 425.352 | 124,0% |

Note: dati forniti in USD convertiti in Euro rispettivamente al cambio al 31/12/04 (1,3621) ed al 31/12/08 (1,3917)

Fonte: BIS quarterly review

che mostrano una crescita molto rilevante del mercato globale dei derivati nel corso dell'ultimo quinquennio. In particolare, il nozionale complessivo dei contratti derivati finanziari e creditizi è più che raddoppiato nel periodo di riferimento, passando da Euro 189.875 miliardi al 31 dicembre 2004 ad Euro 425.352 miliardi al 31 dicembre 2008.



Il mercato italiano dei contratti derivati

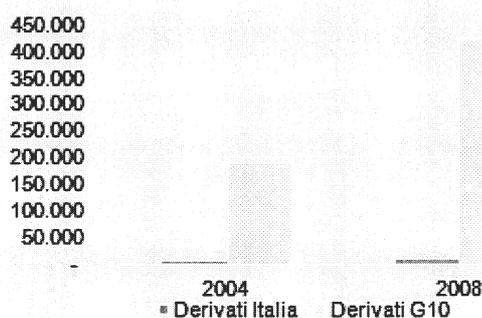
Passiamo ora a valutare il mercato domestico italiano degli strumenti derivati, sulla base dei dati forniti dalla Banca d'Italia con riferimento ai contratti stipulati con le banche operanti in Italia:

Valori nozionali derivati finanziari e creditizi delle banche operanti in Italia

| € miliardi | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | mar-09 | Variatz % 04-09 |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|
| * Derivati finanziari | 6.331 | 7.486 | 7.492 | 7.663 | 8.995 | 8.965 | 41,6% |
| Derivati creditizi | 60 | 97 | 124 | 189 | 226 | 195 | 225,0% |
| Totale | 6.391 | 7.583 | 7.616 | 7.852 | 9.221 | 9.160 | 43,3% |

*Note: Include derivati su tassi, cambi, azioni e materie prime.
Fonte: Statistiche Banca d'Italia

Confronto mercato derivati Italia con mercato derivati Paesi del G10



Fonte: BIS Quarterly review / Banca d'Italia

Confronto mercato derivati Italia con mercato derivati mondiale

| € miliardi | 2004 | 2008 |
|---|--------------|--------------|
| Derivati Italia | 6.391 | 9.221 |
| Derivati mercato mondiale | 189.875 | 425.352 |
| Incidenza % derivati Italia su G10 | 3,37% | 2,17% |

Fonte: BIS Quarterly review / Banca d'Italia

I dati forniti mostrano:

1. una crescita significativa del mercato italiano dei contratti derivati (+43,3% in termini di valore nozionale), che tuttavia risulta molto più contenuta rispetto alla crescita rilevata nello stesso periodo a livello globale (+124%)
2. l'incidenza percentuale dei contratti stipulati in Italia rispetto al mercato globale, è passata dal 3,37% al 31 dicembre 2004 al 2,17% al 31 dicembre 2008



Contratti derivati stipulati dalle amministrazioni locali

Dopo aver determinato il perimetro del mercato domestico italiano, risulta di interesse valutare la dimensione della parte riferibile ai contratti stipulati dalle amministrazioni locali:

Operazioni in derivati finanziari delle Amministrazioni Locali con banche operanti in Italia

| numero amministrazioni locali: | dic 05 | dic-06 | dic-07 | dic-08 | mar-09 |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Regioni | 7 | 10 | 11 | 13 | 13 |
| Province | 25 | 29 | 31 | 32 | 28 |
| Comuni e Unioni di Comuni | 310 | 540 | 619 | 415 | 440 |
| Altre Ammin Locali | 7 | 9 | 8 | 14 | 15 |
| Totale ammin locali | 349 | 588 | 669 | 474 | 496 |

Note: A partire da gennaio 2009 la soglia di censimento della Centrale dei Rischi (relativa al valore di mercato dell'operazione) è stata ridotta da 75 mila a 30 mila euro; tale modifica ha comportato la presa in considerazione di un certo numero di operazioni di piccole dimensioni non censite nei periodi precedenti e pertanto rende non confrontabile il dato riferito a giugno 2009 con quello dei periodi precedenti soprattutto con riferimento al numero di Amministrazioni locali coinvolte.*

Fonte: Statistiche Banca d'Italia

Dall'elaborazione dei dati resi disponibili dalla Banca d'Italia emerge:

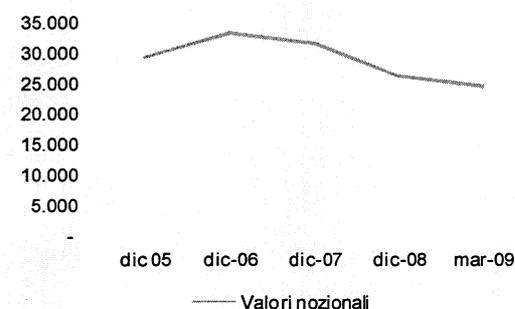
1. un aumento, dal dicembre 2005 alla fine 2007, del numero di amministrazioni locali coinvolte in operazioni su strumenti derivati (che passa da 349 a 669), e
2. che al 31/3/2009 risultava in essere un numero di contratti pari a 496¹.

¹Così ripartiti: 13 Regioni, 28 Province, 440 Comuni e 15 altre amministrazioni locali (7 Università, 3 amministrazioni tra ASL e Aziende Ospedaliere, 3 comunità montane, 1 associazione teatrale, 1 società regionale del settore della viabilità)



Con riferimento al valore nozionale dei contratti derivati con le amministrazioni locali italiane, considerando i dati rilevati dalla Centrale Rischi:

Valori Nozionali contratti derivati Amm Locali



si evidenzia una riduzione del valore dei contratti in essere (che passa da Euro 29.057 milioni a dicembre 2005 ad **Euro 24.499** milioni a marzo 2009). La contrazione risulta particolarmente significativa nel periodo che va dalla fine del 2007 alla seconda metà del 2008, per effetto del blocco dell'operatività originato dalla manovra finanziaria triennale introdotta a partire dall'estate del 2008².

Da un esame del valore nozionale dei contratti stipulati dalle amministrazioni locali, rispetto al valore nozionale complessivo dei contratti derivati presenti in Centrale Rischi:

Incidenza nozionale derivati finanziari Amministrazioni locali rispetto al mercato italiano

| €m | dic-05 | dic-06 | dic-07 | dic-08 | mar-09 |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Valori nozionali derivati vs Amministrazioni locali | 29.057 | 33.041 | 31.520 | 26.053 | 24.499 |
| Nozionale complessivo derivati stipulati da Banche italiane in Italia | 7.583.000 | 7.616.000 | 7.852.000 | 9.221.000 | 9.160.000 |
| % nozionali vs Enti Pubblici su Nozionale complessivo mercato italiano | 0,38% | 0,43% | 0,40% | 0,28% | 0,27% |

Fonte: Statistiche Banca d'Italia

emerge che a marzo 2009 l'incidenza percentuale del mercato dei derivati stipulati con le amministrazioni locali è risultato pari allo 0,27% del mercato italiano nel suo complesso.

² Legge 06/08/2008 n.133, art.62, di conversione del decreto-legge 25/06/2008 n.112.

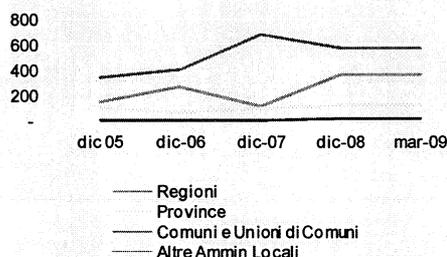
Riteniamo altresì degno di nota l'andamento del *fair value* (il cosiddetto *mark to market*) dei contratti stipulati dalle amministrazioni locali, che è stato dunque esaminato considerando i valori in essere al 31 marzo 2009, sulla base dei dati forniti dalla Banca d'Italia (Supplementi al Bollettino Statistico N. 56 del 30/10/2009 – Debito delle amministrazioni locali).

Operazioni in derivati finanziari delle Amministrazioni Locali con banche operanti in Italia

| €m | dic 05 | dic-06 | dic-07 | dic-08 | mar-09 |
|--|---|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Valori nozionali | 29.057 | 33.041 | 31.520 | 26.053 | 24.499 |
| Fair Value positivo | 248 | 140 | 120 | 89 | 85 |
| | <i>Fair Value negativo</i> | | | | |
| Regioni | 156 | 264 | 116 | 360 | 364 |
| Province | 92 | 63 | 96 | 119 | 120 |
| Comuni e Unioni di Comuni | 343 | 408 | 686 | 570 | 574 |
| Altre Ammin Locali | 9 | 2 | 4 | 13 | 21 |
| Totale val di mercato in negativo | 600 | 737 | 902 | 1.062 | 1.079 |
| | <i>numero amministrazioni locali:</i> | | | | |
| Regioni | 7 | 10 | 11 | 13 | 13 |
| Province | 25 | 29 | 31 | 32 | 28 |
| Comuni e Unioni di Comuni | 310 | 540 | 619 | 415 | 440 |
| Altre Ammin Locali | 7 | 9 | 8 | 14 | 15 |
| Totale ammin locali | 349 | 588 | 669 | 474 | 496 |
| | <i>Fair value negativo in % del debito totale degli Enti:</i> | | | | |
| Regioni | 0,5% | 0,6% | 0,3% | 0,9% | 0,9% |
| Province | 1,3% | 0,7% | 1,1% | 1,3% | 1,3% |
| Comuni e Unioni di Comuni | 0,8% | 0,9% | 1,5% | 1,2% | 1,2% |
| Altre Ammin Locali | 0,1% | 0,0% | 0,0% | 0,1% | 0,2% |
| Totale Fair value negativo sul debito totale degli Enti | 0,7% | 0,7% | 0,8% | 1,0% | 1,0% |

Fonte: Statistiche Banca d'Italia

Andamento val di mercato (negativo) derivati 05-09



Fonte: Statistiche Banca d'Italia

In base alla tabella che abbiamo riportato cui inviteremmo la Commissione a soffermarsi sul fatto che il totale dei fair value negativi per le amministrazioni locali collegati a contratti derivati ammonta complessivamente a circa 1 miliardo di Euro, rispetto ad un totale del debito delle amministrazioni locali pari a circa 109 miliardi di Euro, ovvero circa l'1%.



Swap di ammortamento e componente up front - Cenni

Al fine di completare il quadro di riferimento, richiamiamo rapidamente i dati principali relativi ai contratti denominati swap di ammortamento (amortizing swap) ed ai contratti che prevedono il pagamento di un up front alle amministrazioni locali.

Swap di ammortamento di Amministrazioni locali

| € milioni | numero di enti | numero di contratti | nozionale originario | nozion da ammort fino a mar-09 |
|---------------|----------------|---------------------|----------------------|--------------------------------|
| Regioni | 10 | 33 | 9.409 | 6.745 |
| Centro Nord | 6 | 23 | 6.372 | 4.772 |
| Mezzogiorno | 4 | 10 | 3.038 | 1.973 |
| Province | 8 | 26 | 799 | 705 |
| Centro Nord | 6 | 24 | 743 | 656 |
| Mezzogiorno | 2 | 2 | 56 | 49 |
| Comuni | 9 | 17 | 4.064 | 3.769 |
| Centro Nord | 7 | 14 | 3.559 | 3.312 |
| Mezzogiorno | 2 | 3 | 505 | 458 |
| Totale | 27 | 76 | 14.272 | 11.219 |

Fonte: Statistiche Banca d'Italia

I dati di Banca d'Italia evidenziano l'esistenza di 76 contratti amortizing swap al 31 marzo 2009 rispetto al totale di 496, con un nozionale residuo da ammortizzare pari ad Euro 11.219 milioni,

Upfront versati ad Amministrazioni locali nel periodo 2005-08

| € milioni | 2005 | | 2006 | | 2007 | | 2008 | | tot 05-08 | |
|---------------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|----------|------------|-----------|
| | n. contr. | Importo | n. contr. | Importo | n. contr. | Importo | n. contr. | Importo | n. contr. | Importo |
| Regioni | 2 | 2 | - | - | - | - | - | - | 2 | 2 |
| Province | 2 | 0 | 2 | 0 | 5 | 1 | - | - | 9 | 2 |
| Comuni | 83 | 34 | 57 | 4 | 12 | 1 | 1 | 0 | 153 | 38 |
| Totale | 87 | 36 | 59 | 4 | 17 | 2 | 1 | 0 | 164 | 42 |

Fonte: Statistiche Banca d'Italia

mentre per quanto riguarda la componente upfront, in base all'ultima indagine disponibile della Banca d'Italia le amministrazioni locali hanno incassato, nel periodo 2005-08, upfront per circa Euro 42 milioni, di cui Euro 36 milioni relativi al solo anno 2005.



Conclusioni

Vorremmo a questo punto riprendere alcuni dati complessivi a beneficio della Commissione:

- in Italia, l'incidenza del debito delle amministrazioni locali (pari a Euro ca. 109 mld) sul PIL è circa il 7%, rispetto ad una media europea del 5,2%
- A marzo 2009, il valore del mercato dei derivati in Italia è pari a Euro 9.160 mld, che rappresenta una quota pari al 2,17% del mercato mondiale, di cui 24,5 miliardi di competenza delle amministrazioni locali, pari allo 0,27% del totale italiano.
- Come da rilevazioni di Banca d'Italia, sono attualmente in essere 496 contratti, per un fair value negativo pari a ca. 1 miliardo di Euro.
- In base ai dati Banca d'Italia, dei 496 contratti circa 76 sono della tipologia amortizing swap, mentre la componente upfront è pari a circa 42 milioni di Euro (come da rilevazioni di Banca d'Italia).



4. - Il quadro normativo di riferimento in materia di accesso delle amministrazioni locali italiane alla finanza derivata. Cenni comparativi.

4.1) Il quadro normativo di riferimento in materia di accesso delle amministrazioni locali italiane alla finanza derivata.

Come già osservato nella Relazione ABI (audizione del 01/04/2009), in materia di accesso delle amministrazioni locali alla finanza derivata *“in Italia ... differentemente da altri Paesi europei ed escludendo l’Inghilterra (ove una impostazione di finanza locale di tipo centralistico ha portato al divieto operativo), esiste una ampia regolamentazione dettata da esigenze di massima prudenza”* (ivi, p. 9).

Dal 2001 al 2008 sono stati emessi i seguenti provvedimenti, intesi ad autorizzare politiche di finanza locale improntate alla c.d. *gestione attiva dell’indebitamento*:

- 1) **Legge 28/12/2001, n. 448 – art. 41 (legge finanziaria 2002)**. Sotto il Titolo *“Disposizioni in materia di spesa”* ed il Capo VI *“Strumenti di gestione del debito pubblico”*, la disposizione dell’art. 41 rubricata *“Finanza degli enti territoriali”* autorizza il Ministero dell’economia e delle finanze (MEF) ad emanare un regolamento che, tra l’altro, disciplini *“l’utilizzo degli strumenti derivati”* da parte delle amministrazioni locali (il comma 2 della medesima disposizione autorizza i prestiti obbligazionari ed i mutui *bullet*, con rimborso in unica soluzione alla scadenza, e gli *amortizing swaps*).
- 2) **Decreto MEF 01/12/2003, n. 389**, emanato in attuazione della delega di cui all’art. 41 della Legge n. 448/2001, reca per titolo: *“Regolamento concernente l’accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, nonché dei consorzi tra amministrazioni locali e delle regioni, ai sensi dell’art. 41, comma 1, della legge 28 dicembre 2001, n. 448”*. Con tale provvedimento, oltre alla previsione di obblighi informativi al MEF circa le operazioni poste in essere, sono state tipizzate le strutture contrattuali consentite, ponendo un preciso limite operativo e vietando nuove tipologie di strumenti finanziari derivati successivamente introdotti dal mercato.
- 3) **Circolare MEF 27/05/2004**, di carattere esplicativo del suddetto regolamento, a fine di risoluzione di dubbi interpretativi/applicativi.



- 4) **Legge 27/12/2006, n. 296 – art. 1, comma 737 (legge finanziaria 2007)** modifica l'art. 41 della legge n. 448/2001, in particolare, prevede che, a decorrere dal 01/01/2007, i contratti relativi ad operazioni in strumenti derivati, prima della loro sottoscrizione, siano trasmessi ai competenti uffici del Ministero dell'Economia e delle Finanze (tale incombenza assurge ad elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti);
- 5) **Circolare MEF 31 gennaio 2007**, contiene le istruzioni ministeriali sulla trasmissione al MEF dei contratti derivati prima della loro sottoscrizione;
- 6) **Circolare MEF 22/06/2007**, in cui il MEF, secondo quanto previsto dalla legge n. 448/2001 (art. 41), conferma che strumenti finanziari derivati sono da qualificarsi come meri strumenti di gestione del debito, e non come *nuove* operazioni di indebitamento;
- 7) **Legge 24/12/2007, n. 244 – art. 1, commi da 381 a 384 (legge finanziaria 2008)** ha stabilito il *principio della trasparenza* dei contratti derivati sottoscritti dalle amministrazioni locali, prevedendo, tramite apposito rinvio a normativa di attuazione, taluni obblighi in ordine ai contenuti contrattuali e con riguardo ai criteri di redazione degli stessi (nello stesso contesto si è previsto il *principio della consapevolezza* delle amministrazioni sottoscrittrici, le quali devono attestare espressamente di avere preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche delle operazioni). Il rispetto dei nuovi obblighi e delle nuove formalità è stabilito quale elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti;
- 8) **Legge 06/08/2008 n. 133 (art. 62), di conversione del decreto-legge 25/06/2008 n. 112**, ha disposto, fino al nuovo riordino della materia con apposito regolamento MEF, il divieto di stipulare contratti relativi a strumenti finanziari derivati (c.d. *blocco della operatività in derivati da parte delle amministrazioni locali*);
- 9) **Legge 22/12/2008 n. 203 – art. 3 (legge finanziaria 2009)**, ha riformulato e sostituito il citato art. 62 della legge 6 agosto 2008 n. 133, mantenendo ferma la sospensione della operatività in derivati e prevedendo la attestazione scritta dell'ente pubblico di consapevolezza dei rischi e delle caratteristiche del contratto relativo a strumenti finanziari derivati o del contratto di finanziamento includente una componente derivata. L'osservanza del regolamento MEF in corso di emanazione è stabilita a pena di nullità relativa (deducibile dalla sola amministrazione locale).



4.2) Cenni comparativi

Il panorama europeo, nell'ambito della disciplina applicabile ai contratti derivati stipulati da amministrazioni locali, si presenta alquanto disomogeneo. Pare interessante percorrerne le peculiarità in alcuni dei maggiori paesi dell'area euro (Francia, Germania, Belgio, Lussemburgo e Spagna).

Spagna e Belgio

In via generale non esiste una specifica disciplina nazionale circa l'operatività in derivati di tali amministrazioni né, quindi, una regolamentazione comune delle diverse tipologie di strumenti e/o operazioni finanziarie consentite. In linea di principio, pertanto, non vi sono restrizioni circa la stipulazione di tali operazioni, purché esse siano naturalmente in linea con gli interessi generali dell'ente e salve eventuali restrizioni che possano essere disposte a livello delle singole amministrazioni. Ne consegue che la tipologia delle operazioni in astratto ammissibili, ed in concreto realizzate, è ben più ampia di quella prevista in Italia dalla normativa precedente all'introduzione del divieto, nonché estremamente più varia e complessa rispetto a quella contenuta nella bozza di decreto MEF recentemente resa oggetto di consultazione.

Lussemburgo

Nell'ordinamento giuridico lussemburghese è generalmente consentito alle amministrazioni locali concludere operazioni finanziarie, ivi incluse operazioni su strumenti finanziari derivati, purché aventi uno scopo di copertura e non meramente speculativo. Non esiste una specifica disciplina nazionale circa l'operatività in derivati delle amministrazioni in questione che regoli le diverse tipologie di strumenti e/o operazioni finanziarie consentite e nella prassi le amministrazioni pongono in essere anche operazioni di equity swap. Anche in questo paese, quindi, vi è sostanzialmente maggiore libertà di contenuto, rispetto all'Italia, per le operazioni di swap, seppure le amministrazioni siano soggette ad uno stringente controllo amministrativo per operazioni eccedenti un determinato valore.

Germania

In virtù della generale autonomia rispetto allo Stato di cui godono le amministrazioni locali è comunemente consentito a tali amministrazioni stipulare operazioni finanziarie in derivati, purché esse siano (i) correlate ad operazioni di prestito o finanziamento e (ii) volte al contenimento dei rischi di tasso di interesse in relazione all'indebitamento sottostante. Non è consentito alle amministrazioni in questione compiere operazioni in derivati per scopi speculativi. Per quanto concerne le diverse tipologie di operazioni in derivati consentite alle amministrazioni, in generale esse sono disciplinate a livello di singoli stati federali attraverso appositi decreti ministeriali e includono normalmente swaps,

forwards, forward-swaps, caps e swaptions, anche in questo caso consentendo una maggiore ampiezza nella tipologia delle operazioni consentite rispetto al nostro paese.

Francia

In Francia esiste una disciplina specifica circa l'operatività in derivati delle amministrazioni locali che regola, tra le altre cose, le diverse tipologie di strumenti e/o operazioni finanziarie generalmente consentite. Normalmente in questo paese le amministrazioni possono stipulare un'ampia varietà di contratti derivati, purchè a scopo di copertura e non speculativo. Ancora una volta, tuttavia, viene lasciata all'ente una maggiore discrezionalità nell'identificazione delle singole tipologie di operazioni necessarie al perseguimento dei propri scopi.



5. - Le pratiche internazionali uniformi su base ISDA in materia di derivati non quotati (OTC).

La parte che segue è volta ad illustrare sinteticamente la struttura, le caratteristiche ed i vantaggi dell'accordo quadro Master Agreement predisposto dalla International Swaps and Derivatives Association Inc. (ISDA), nella versione del 1992, comunemente utilizzata per documentare operazioni in derivati stipulate da amministrazioni locali italiane.

Per comprendere l'importanza della documentazione ISDA ed in particolare del Master Agreement occorre premettere che la contrattualistica ISDA è oggi adottata dagli operatori di mercato in tutto il mondo ed il suo uso si può ritenere ormai consolidato. L'ISDA, infatti, annovera attualmente 840 istituzioni finanziarie, presenti in 58 stati. Le più rilevanti finalità istituzionali dell'ISDA (articolato in commissioni specializzate per settori tematici e geografici) sono:

- (i) preparare e sottoporre alla firma dei suoi membri accordi quadro (*master agreements*) e protocolli in materia di contrattualistica relativa ai derivati non quotati (OTC), a fini di uniformità internazionale;
- (ii) promuovere *good practices* nella gestione dei rischi inerenti alle operazioni finanziarie sui derivati (*credit risk e counterparty risk*); le buone prassi negoziali sono preordinate a prevenire anche il c.d. *moral hazard* dell'intermediario finanziario;
- (iii) diffondere a livello internazionale la cultura operativa sui derivati OTC (c.d. *familiarizzazione*).

Il Master Agreement è il contratto di gran lunga più utilizzato tra gli intermediari per gli indubbi vantaggi che esso presenta, tra cui quello di rappresentare una documentazione uniforme per la negoziazione di contratti derivati non quotati, a beneficio della maggior certezza giuridica delle contrattazioni, della riduzione dei tempi e delle spese di negoziazione, della semplificazione della contrattualistica nonché, infine, della possibile riduzione dei contenziosi.

La documentazione standard predisposta dall'ISDA con il Master Agreement si compone dei seguenti elementi principali:

- (i) il **Master Agreement**, che ha la natura di un accordo normativo e in quanto tale non fa sorgere immediatamente diritti o obblighi in capo alle parti: esso contiene le condizioni

generali che saranno vincolanti per i rapporti futuri tra le parti (quali ad esempio le regole interpretative del contratto, la disciplina della risoluzione e del recesso, le modalità di pagamento, la legge applicabile ed il foro competente);

- (ii) la **Schedule**, un allegato al Master Agreement (e parte integrante dello stesso) in cui le parti optano per l'applicazione o la disapplicazione di alcune clausole del Master Agreement o inseriscono previsioni aggiuntive rispetto a quelle del Master Agreement, al fine di adattare meglio il contratto alle loro esigenze; l'intento pratico di questa struttura documentale è di includere nella Schedule tutti gli elementi variabili del contratto; ed infine
- (iii) la **Confirmation**, che regola gli aspetti economici di ciascuna operazione che le parti intendono concludere ai sensi del Master Agreement, quali l'ammontare, la scadenza, le divise, i pagamenti che ciascuna parte deve effettuare, gli estremi dei conti bancari presso i quali effettuare i pagamenti, ecc.. La Confirmation è collegata al Master Agreement attraverso un espresso riferimento che richiama il Master Agreement sottoscritto tra le parti come parte integrante della Confirmation.

Le parti che stipulano un Master Agreement possono concludere, ai sensi dello stesso, più operazioni in derivati, ciascuna documentata attraverso la relativa Confirmation.

Per fornire un supporto nell'uso del Master Agreement, l'ISDA ha anche predisposto delle linee guida che contengono spiegazioni e approfondimenti utili in relazione al contratto.

La caratteristica fondamentale del Master Agreement riguarda i meccanismi di compensazione delle reciproche posizioni di dare e di avere che le parti possono pattuire con riferimento sia ai pagamenti periodici dovuti durante la vita dell'operazione sia ai pagamenti dovuti al momento della chiusura.

Durante la vita dell'operazione è possibile compensare (*payment netting*) i reciproci pagamenti dovuti tra le parti alle stesse date e nella stessa valuta, in modo tale che, a ciascuna di tali date, risulti dovuto, da una delle parti all'altra, un unico importo netto. Le parti possono scegliere che siano compensabili i pagamenti dovuti ai sensi di una singola operazione oppure applicare la compensazione su base cumulativa con riferimento a tutte le operazioni regolate da quel medesimo Master Agreement.

Il predetto meccanismo di compensazione si applica non solo, come appena evidenziato, durante la vita del contratto, ma anche in caso di risoluzione anticipata (*close-out netting*), fatta salva l'ipotesi di



insolvenza di una delle due parti, al verificarsi della quale il meccanismo di risoluzione contrattuale può trovare un limite nelle norme di ordine pubblico applicabili all'insolvente e ai suoi beni.

Il che presenta degli indubbi vantaggi tanto sotto il profilo della riduzione del rischio, come anche, di riflesso, sotto quello dei minori costi legati alle operazioni concluse tra le parti.

Merita evidenziare che è esclusivamente grazie alla scelta della legge inglese quale legge applicabile al Master Agreement, ed ai meccanismi di compensazione ivi previsti, che si ottiene la certezza, sostenuta da apposite legal opinion rilasciate nei vari paesi, che il principio cardine del netting, come sopra descritto, è effettivamente "enforceable" fra le parti senza dover subire le eventuali diverse conseguenze previste in caso di risoluzione del contratto dalle leggi dello stato di residenza delle singole controparti.

L'uniformità contrattuale della documentazione per le operazioni in derivati è infine fondamentale per consentire agli operatori la possibilità di ottenere "copertura" sui derivati stipulati sulla base di termini e condizioni negoziali che corrispondano perfettamente agli impegni assunti in modo tale da assicurare che il processo di netting, all'interno dello stesso Master e fra diversi Master Agreements, sia perseguibile con efficienza (principio del "perfect matching"). Di qui, l'utilizzo universale da parte di tutti i principali operatori di mercato e delle loro controparti, da ormai più di un ventennio, del contratto ISDA, contratto che, pur nella sua indubbia complessità, consente il raggiungimento di tale obiettivo. D'altro lato, proprio la complessità intrinseca alla natura delle transazioni in derivati impone la necessità di un contratto quadro simile o identico per tutte le operazioni: l'introduzione di eventuali strutture alternative, non collaudate nella pratica, potrebbe introdurre un elemento di instabilità nel sistema proprio nel momento in cui, al contrario, l'obiettivo da perseguire è quello della prevedibilità e regolarità delle transazioni.



6. - L'operatività di Deutsche Bank in derivati non quotati (OTC) destinati ad amministrazioni locali italiane. I processi ed i presidi di controllo.

6.1) L'operatività in derivati non quotati (OTC) destinati ad amministrazioni locali.

Richiamiamo sinteticamente gli indicatori della dimensione del mercato domestico italiano in strumenti derivati destinati ad amministrazioni locali, già evidenziati nelle conclusioni del precedente Capitolo 3, onde meglio contestualizzare i dati relativi all'operatività di Deutsche Bank:

- Al 31 marzo 2009, il **numero di contratti in essere è pari a 496**, un totale di **valore nozionale pari a ca. Eur 25 mld** ed un **fair value negativo** per la pubblica amministrazione **pari a Euro 1079 mln**
- Il **numero di contratti amortizing swap è pari a 76**, con un **nozionale residuo da ammortizzare pari ad Euro 11.219 mln**.
- La **componente upfront** (su un campione Bankit effettuato su 3 dei primi 4 gruppi bancari italiani operanti in derivati con amministrazioni locali) incassata dalle amministrazioni nel periodo 2005-08 vale **circa Euro 42 milioni**.
- Il **rapporto tra il valore nozionale dei contratti derivati stipulati dalle amministrazioni locali, ed il valore nozionale complessivo del mercato italiano è pari allo 0,27%**.

Ciò premesso, passiamo ad esaminare i dati che contraddistinguono l'operato di Deutsche Bank in questo settore:

| | | | |
|----------------------------------|-----------|---|---------------|
| Nr totale contratti | 25 | Tot. Valore nozionale (mld Eur) | 2,07 |
| Nr totale controparti | 22 | distribuito su: | |
| | | <i>Regioni</i> | <i>50,80%</i> |
| | | <i>Comuni grandi capoluoghi di regione</i> | <i>28,75%</i> |
| | | <i>Comuni capoluoghi di provincia</i> | <i>6,28%</i> |
| | | <i>Comuni non capoluoghi di provincia</i> | <i>7,84%</i> |
| | | <i>Province</i> | <i>6,33%</i> |
| Distribuzione per: | | | |
| - tipo operazione | | | |
| Scambio tasso di interesse | 12 | Numero contenziosi | 1 |
| Amortizing swaps / sinking funds | 13 | | |
| - tipologia di tasso | | Valore contratti a condizioni di mercato(*) (mtm), mIn Eur | 41 |
| Fisso | 7% | % del nozionale | 1,99% |
| Variabile | 0% | | |
| Variabile con corridoio | 88% | Attuale vita media portafoglio (anni) | 16 |
| Tasso struttura (pre-circolare) | 5% | Scadenza ultima rata di pagamento | 2036 |
| Up Front | | | |
| Nr. contratti con up front | 2 | | |
| Tot. Up front pagato (mIn Eur) | 4,8 | | |
| % del nozionale totale | 0,23% | | |

(*) valore positivo per la Banca

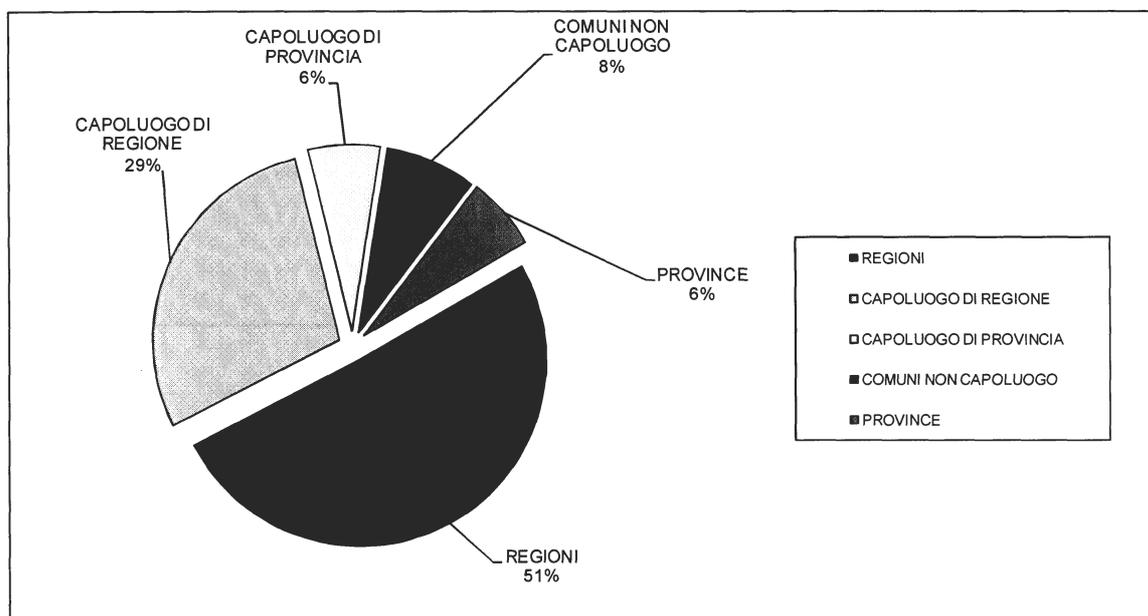
Deutsche Bank opera nel mercato del settore pubblico italiano sia come controparte di operazioni di finanziamento sul mercato dei capitali da parte dalle amministrazioni locali, sia come controparte del Ministero del Tesoro e del mercato delle cartolarizzazioni pubbliche.



A questo punto andiamo a sviluppare alcuni dei principali dati relativi all'attività svolta da Deutsche Bank:

1. **Numero contratti e Valore nozionale:** Deutsche Bank ha in essere 25 contratti con controparti amministrazioni locali (Regioni, Comuni e Province) per ca. 2,07 mld di Euro in termini di nozionale. Ricordiamo che i numeri per il sistema Italia sono di 496 contratti per un nozionale complessivo pari a circa 25 miliardi di Euro.
2. **Tipologia delle controparti e dei contratti:** l'attività è stata fondamentale svolta con controparti grandi amministrazioni locali. Per una più agevole comprensione alleghiamo la tabella relativa alla suddivisione per tipologia di amministrazione locale dei derivati stipulati con tali amministrazioni in termini di incidenza percentuale sul nozionale complessivo:

| | |
|-------|-------------------------------------|
| 50,8% | Regioni |
| 6,3% | Province |
| 28,7% | Comuni grandi capoluoghi di regione |
| 6,3% | Comuni capoluoghi di provincia |
| 7,8% | Comuni non capoluoghi di provincia |



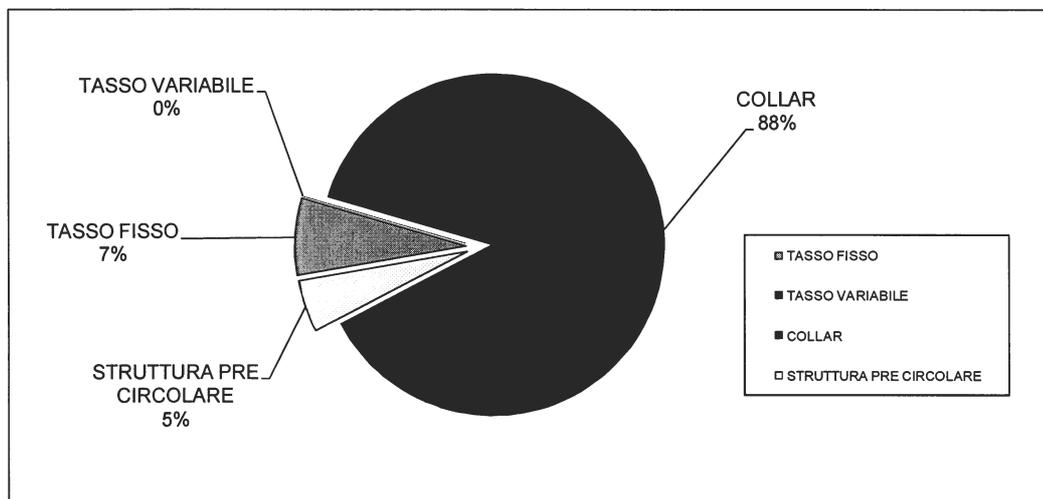
Delle 25 operazioni in essere:

- 12 sono operazioni di scambio di tasso di interesse.
 - 13 sono operazioni obbligatorie come da D.M. 389 del 2003, di creazione di fondi di ammortamento (amortizing swaps e sinking funds);
- e non sono presenti operazioni di finanziamento strutturato³.

Vale pertanto la pena evidenziare che la maggior parte delle operazioni in derivati effettuate dalla banca sono state eseguite in seguito all'emissione di prestiti obbligazionari sul mercato domestico o internazionale, portando così la controparte ad una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento, come previsto dal legislatore nel 1994 (art. 35 - L. 23 Dicembre 1994, n. 724).

Al fine di garantire alla Commissione una più agile valutazione abbiamo suddiviso ulteriormente le operazioni in essere per tipologia di tasso pagato dal cliente:

- Tasso fisso 7%
- Tasso variabile 0%
- Tasso variabile con corridoio 88%
- Tasso struttura (pre circ. MEF 2004) 5%



³ Per finanziamento strutturato si intende un mutuo o prestito obbligazionario che venga emesso dalla controparte amministrazione locale, la cui cedola non sia indicizzata a parametri di tasso monetario o tasso fisso.



Le tipologie di operazioni sopra riepilogate rappresentano tipicamente operazioni di copertura del rischio di aumento del tasso di interesse, pertanto le amministrazioni controparti non hanno contratto con Deutsche Bank operazioni di tipo speculativo; peraltro tali operazioni neutralizzano il rischio per l'Ente determinato dal rialzo dei tassi di interesse di mercato.

3. **Componente upfront:** nel rispetto del quadro normativo vigente, Deutsche Bank ha concluso **2 contratti**, su 25 con amministrazioni locali, che hanno previsto il pagamento a tali amministrazioni di premi up front, pari ad un totale di **Euro 4,8 milioni**. Tale importo rappresenta lo 0,23% del nozionale totale dei contratti stipulati, pari a 2,07 mld euro, da Deutsche Bank in Italia con amministrazioni locali.
4. **Valore attuale dei crediti della banca all'interno del portafoglio derivati nei confronti delle amministrazioni locali (mark to market):** al momento la Deutsche Bank è in posizione creditizia per un ammontare pari a Euro 41 milioni, cioè circa il 1,99% del nozionale, rispetto ai contratti stipulati con le amministrazioni locali. Tale posizione non rappresenta un debito per le amministrazioni locali (e non è quindi esigibile), a meno di terminazione anticipata del contratto.
5. **Vita media residua portafoglio derivati:** l'attuale vita media del totale portafoglio in essere tra Deutsche Bank e la clientela amministrazioni locali è di circa 16 anni⁴, con scadenza massima dell'ultima rata di pagamento nel 2036.
6. **Swap di accantonamento:** il 67% delle operazioni concluse da Deutsche Bank sono swap per l'accantonamento del capitale previsti dalla legge 28/12/2001 n. 448 - art. 41, comma 2 (legge finanziaria 2002) e dal regolamento esecutivo approvato con decreto MEF 01/12/2003 n.389. Dei 25 contratti, 6 prevedono un fondo di accumulo del capitale per un ammontare pari a 1,15 miliardi di Euro, mentre 7 sono amortizing swap per un ammontare pari a 230 milioni di Euro.

⁴ Lo sviluppo è stato effettuato assumendo come lineari tutti i piani di ammortamento



6.2) I processi ed i presidi di controllo.

La struttura organizzativa adottata dal Gruppo DB prevede Divisioni dedicate alla realizzazione dell'attività di Business e Divisioni dedicate al controllo e monitoraggio dei rischi.

Abbiamo ritenuto utile riassumere in un'apposita tavola i principali passaggi autorizzativi legati al processo di sottoscrizione di contratti derivati.

Tavola riassuntiva dei passi che contraddistinguono il processo di sottoscrizione di contratti derivati

| FASE | ATTIVITA' | FUNZIONE PRIMARIA | ALTRE FUNZIONI COINVOLTE | AUTORIZZATORE |
|------------------------|---|---|---|---|
| Fase pre -operazione | Analisi preliminare della situazione finanziaria generale del cliente ed obiettivi finanziari | Operatore Commerciale/Specialista di Prodotto | | |
| | Adozione del cliente | Operatore Commerciale | Compliance | Compliance, in caso di eventi negativi e situazioni pregiudizievoli Risk Management Operativo |
| | Verifica esistenza preventiva approvazione tipologia di prodotto da proporre alla controparte | Operatore Commerciale/Specialista di Prodotto | | |
| | (Eventuale) Richiesta approvazione per nuova tipologia di prodotto | Operatore Commerciale/Specialista di Prodotto | Risk Management Creditizio Legale Compliance Risk Management di Mercato | Funzioni di Supporto Operativo Risk Management Operativo |
| | Valutazione standing creditizio ed all'occazione linea di credito per Operatività in Derivati OTC | Risk Management Creditizio | Operatore Commerciale/Specialista di Prodotto | Risk Management Creditizio |
| | Rilascio parere Legale su conformità prodotto con criteri di ammissibilità previsti dalla normativa vigente | Legale Studio Legale esterno | Operatore Commerciale/Specialista di Prodotto | Legale |
| | Predisposizione documentazione informativa sul prodotto | Operatore Commerciale/Specialista di Prodotto/Strutturatore del Prodotto | Compliance Legale Operatore di Mercato | |
| | Illustrazione caratteristiche del prodotto alla controparte | Operatore Commerciale/Specialista di Prodotto | | |
| | Definizione termini finanziari dell'operazione | Strutturatore del Prodotto / Operatore di Mercato | Risk Management Creditizio Risk Management di Mercato Operatore Commerciale/ Specialista di Prodotto | Tutte le funzioni coinvolte ciascuna per gli aspetti di competenza ed i livelli autorizzativi interni |
| | Sottoscrizione Contratto per esecuzione operazione | Soggetti Autorizzati della DB e del Cliente | Legale Studio Legale esterno | |
| Fase post - operazione | Invio periodico valutazione di mercato dell'operazione in essere | Centro di Competenza DB, segregato ed indipendente rispetto alle funzioni di business | | Centro di Competenza DB |
| | (A richiesta del Cliente) Informative specifiche ed analisi periodiche | Operatore Commerciale/Specialista di Prodotto | | |
| | Monitoraggio grado di utilizzo linea di credito rispetto alle condizioni approvate | Risk Management Creditizio | Operatore Commerciale/Specialista di Prodotto | |

Andiamo ora a descrivere il ruolo svolto nell'ambito della Deutsche Bank dalle principali funzioni di controllo.



Una delle Divisioni dedicate al monitoraggio dei rischi del Gruppo DB, unitamente al Group Audit, è la Divisione Legal, Risk and Capital (LRC). Questa Divisione presidia in maniera integrata i rischi di credito, mercato, liquidità, operativi, di business, legali, regolamentari e reputazionali. A livello globale la Divisione LRC attualmente impiega oltre 4.200 persone.

L'assetto organizzativo della Divisione LRC prevede – da un lato – una forte integrazione con la struttura organizzativa complessiva del Gruppo al fine di mantenere metodologie, strumenti, processi e procedure adeguati all'evoluzione dell'operatività del Gruppo e – dall'altro – l'indipendenza da un punto di vista organizzativo ed operativo rispetto alle Divisioni di Business del Gruppo.

Il Responsabile Globale della Divisione LRC (Chief Risk Officer) è membro del Management Board e dell'Executive Committee del Gruppo DB. Il Chief Risk Officer presiede inoltre i Comitati interni dedicati alla gestione dei rischi del Gruppo DB.

Gli obiettivi di monitoraggio del rischio assegnati alla Divisione sono perseguiti anche mediante la definizione di un sistema coerente di processi e procedure interne (periodicamente sottoposti a verifica da parte della funzione di Audit), la fissazione di limiti operativi per l'assunzione di rischi, la realizzazione di un sistema di informativa periodica per il management del Gruppo, lo sviluppo di metodologie di monitoraggio dei rischi ed una costante interazione con le Autorità di Vigilanza dei Paesi in cui DB opera.

All'interno della Divisione LRC opera la struttura di Compliance, che persegue tra l'altro l'obiettivo di dotare la Banca di processi e procedure, per assicurare che l'attività della DB venga svolta nel rispetto delle normative esterne applicabili nelle diverse giurisdizioni in cui la Banca opera ed in linea con le best practices di mercato.

Il contributo della struttura di Compliance alle varie iniziative di business, congiuntamente a quello riveniente della struttura Legale all'interno della Divisione LRC, assicura che i requisiti normativi previsti nei Paesi in cui DB opera siano adeguatamente considerati e che le risultanti disposizioni operative, indirizzate agli operatori della DB coinvolti a diverso titolo nel processo, riflettano gli obblighi ai quali è sottoposta la Banca.

In generale, il processo complessivo definito per regolamentare l'operatività con i clienti della Banca tiene conto dell'insieme dei vincoli interni (es limiti operativi all'assunzione dei rischi) ed esterni (es normativa primaria e secondaria) sopra illustrati.

Il processo è, pertanto, strutturato secondo un sistema integrato di adempimenti, vincoli ed autorizzazioni – preventivi e successivi all'instaurazione del rapporto con il cliente – per assicurare



che le fattispecie ed il livello di rischio derivante dall'operatività posta in essere siano coerenti con le politiche di rischio definite dal Gruppo.

Nello specifico, l'operatività in derivati avente come controparti amministrazioni locali italiane prende avvio con una analisi preliminare da parte dei rappresentanti delle Divisioni di Business della situazione finanziaria generale e degli obiettivi finanziari del potenziale Cliente.

Ad esito positivo di tale analisi preliminare, vengono in primo luogo attivati tutti i controlli preventivi previsti per l'adozione della nuova clientela.

Tali controlli prevedono una valutazione approfondita – svolta in prima battuta dalle Divisioni di Business – di eventuali eventi negativi e situazioni pregiudizievoli afferenti il cliente, che possano compromettere l'instaurazione del rapporto. In tali circostanze, le procedure della DB prevedono, al termine delle valutazioni condotte, come obbligatoria l'autorizzazione preventiva della struttura di Compliance per l'instaurazione del rapporto.

Sempre in ottica di valutazione preventiva del rischio, appare opportuno evidenziare come le tipologie di prodotto che gli operatori commerciali della DB possono sottoporre per analisi e valutazione al Cliente, debbano riguardare solo quelle preventivamente sottoposte ad approvazione secondo la procedura della Banca in materia di commercializzazione di nuovi prodotti (cd New Product Approval). Tale procedura prevede come obbligatoria l'approvazione delle strutture di monitoraggio del rischio (Compliance, Legale, Risk Management Creditizio, Risk Management di Mercato, Risk Management Operativo della Divisione LRC) e di supporto interessate dal lancio del nuovo prodotto.

L'approvazione finale alla commercializzazione del prodotto viene accordata dalla struttura di Risk Management Operativo, facente parte della Divisione LRC, previa valutazione delle modalità formalizzate per la gestione dei profili di rischio del prodotto evidenziati dai diversi soggetti coinvolti nel processo di approvazione.

Una ulteriore fase di gestione preventiva del rischio, prevede, per ciascuna controparte adottata dalla Banca ivi incluse le amministrazioni locali, una valutazione di standing creditizio, al termine della quale, in caso di valutazione positiva, viene allocata una linea di credito specifica per l'operatività in prodotti derivati OTC.

La valutazione di standing creditizio e l'approvazione della linea di credito, così come il successivo monitoraggio del grado di utilizzo durante il ciclo di vita dell'operazione eventualmente eseguita con il Cliente, è di competenza della struttura di Risk Management Creditizio facente sempre parte della suddetta Divisione LRC.



Completate queste prime fasi di valutazione e gestione del rischio, e preliminarmente alla presentazione delle caratteristiche del prodotto al Cliente, vengono svolte ulteriori valutazioni di carattere legale onde verificare la rispondenza del prodotto con i criteri di ammissibilità delle operazioni in derivati per le amministrazioni locali sanciti dalla normativa vigente.

Tale valutazione costituisce elemento obbligatorio per ciascuna operazione in derivati OTC avente come controparte un'amministrazione locale. Le verifiche vengono effettuate sia dalla struttura legale interna di DB sia da qualificati studi legali esterni; questi ultimi sono in particolare chiamati a rilasciare alla fine un parere legale scritto che attesti la conformità dell'operazione proposta alla normativa italiana.

Vale la pena sottolineare come ogni operazione conclusa da DB con amministrazioni locali italiane abbia ricevuto tale parere legale di conformità alla normativa italiana, ed esso fa parte della documentazione dell'operazione stessa. E' importante evidenziare come, in assenza di un positivo parere legale di conformità alla normativa vigente, l'operazione non potrà essere perfezionata.

Nella fase di proposta commerciale del prodotto è richiesto dalle procedure interne della DB che alla controparte vengano fornite dettagliate informazioni scritte circa le caratteristiche del prodotto derivato, e che le stesse siano chiare, corrette e non fuorvianti.

Dopo aver illustrato e condiviso con il cliente i termini e le caratteristiche del prodotto, viene attivata la fase successiva di strutturazione finanziaria dello stesso, che prevede un'interazione tra le strutture di Business deputate alla definizione dei termini finanziari dell'operazione e le strutture di monitoraggio dei relativi rischi (Risk Management Creditizio, Risk Management Controparte, Risk Management di Mercato) al fine di determinare condizioni da proporre al Cliente coerenti sia con la situazione del mercato di riferimento sia con le politiche di assunzione del rischio definite dal Gruppo DB.

La successiva esecuzione dell'operazione prevede la sottoscrizione di un contratto redatto secondo gli schemi previsti dalle *best practice* di mercato (standard contrattuale ISDA – International Swaps and Derivatives Association), da parte di soggetti debitamente autorizzati da ciascuna controparte dell'operazione.

Nel corso della vita dell'operazione, sono inoltre previsti flussi informativi periodici verso l'Ente Locale in relazione al valore assunto dall'operazione derivata in essere. Tale valore rappresenta il c.d. *mark to market* dell'operazione calcolato secondo i parametri di mercato rilevati alla data di valutazione prescelta.



Al fine di evitare possibili conflitti di interesse interni alla DB, il calcolo viene svolto da un apposito Centro di Competenza della DB separato, da un punto di vista organizzativo ed operativo, dalle Divisioni di Business deputate alla relazione commerciale, assicurando così l'oggettività ed imparzialità del valore determinato.

Informazioni ed analisi aggiuntive possono essere fornite, dietro richiesta dell'Ente Locale, durante la vita dell'operazione per consentire a quest'ultimo una valutazione di tipo prospettico circa l'evoluzione attesa del valore dell'operazione in essere. Resta inteso che tali informazioni non possono che basarsi su condizioni e dati di mercato disponibili al momento in cui viene effettuata la valutazione, e pertanto suscettibili di variazioni anche sensibili in futuro.



6.3) Il sistema di incentivazione del personale

I sistemi di remunerazione e incentivazione della Banca:

- sono conformi alle linee guide determinate dall'Autorità di Vigilanza;
- sono basati sulla meritocrazia;
- sono coerenti con una prudente gestione del rischio e con gli obiettivi di lungo periodo del Gruppo (collegamento con risultati effettivi e duraturi);
- sono volti ad assicurare un corretto bilanciamento fra le componenti fisse e quelle variabili.

La determinazione della componente variabile per tutte le posizioni del Gruppo è di natura discrezionale e si basa su:

- la valutazione individuale delle prestazioni, il cui processo si fonda sulla fissazione di obiettivi vari e non meramente commerciali o reddituali, tra cui i comportamenti, lo sviluppo professionale, le competenze tecniche, il rispetto del Codice di Comportamento e di tutta la normativa interna;
- i risultati economici dell'anno, considerati anche alla luce delle prestazioni degli anni passati, e quindi della stabilità dei risultati stessi;
- le prassi di mercato, monitorate tramite indagini retributive di mercato.

Per alcune posizioni apicali, l'erogazione di una quota del bonus è suddivisa in tre tranches erogate nei tre anni successivi. Ciò al fine di incrementare la fedeltà aziendale e l'orientamento al lungo periodo.

Per i responsabili delle funzioni di controllo non sono in essere sistemi incentivanti collegati ai risultati economici.

Allo stesso modo, la componente variabile della retribuzione degli addetti alle operazioni in strumenti derivati non è direttamente connessa ai risultati della singola operazione, bensì al raggiungimento di obiettivi di redditività della banca nel suo complesso o di divisioni della stessa. Anche in questo caso, l'erogazione di una quota del bonus è suddivisa in tre tranches erogate nei tre anni successivi.

7. - L'operatività di Deutsche Bank in cartolarizzazioni destinate ad amministrazioni locali

Secondo la definizione recepita dal MEF, la cartolarizzazione (o *securitization*) è “una tecnica finanziaria che prevede la cessione pro soluto di attività patrimoniali capaci di generare flussi di cassa, quali ad esempio crediti o immobili, ad una società appositamente costituita (detta "società veicolo") a fronte della corresponsione di un prezzo di cessione. La società veicolo finanzia tale pagamento tramite l'emissione di titoli che verranno rimborsati esclusivamente con i ricavi ottenuti dalla gestione delle attività cedute. L'emissione dei titoli è definita "senza ricorso" ("pro soluto") in quanto il cedente ... non ne garantisce in alcun modo il rimborso nel caso i flussi di cassa generati dalle attività cedute non siano sufficienti”.

La tecnica in esame si sostanzia nella possibilità da parte di un intermediario finanziario o di un'impresa (detta *originator*) di trasformare attività più o meno illiquide in titoli negoziabili sul mercato dei capitali. Questa conversione avviene attraverso una specifica operazione finanziaria imperniata su una società veicolo (*Special Purpose Vehicle* – SPV) chiamata ad acquistare le attività oggetto di cessione e ad emettere titoli negoziabili caratterizzati da flussi finanziari connessi agli *assets* sottostanti. Da ciò derivano le *ABS* (*Asset Backed Securities*), ossia i valori mobiliari che si generano dalla suddetta commutazione, nonché il termine *securitization* che identifica, in senso ampio, l'intero processo commutativo. L'emissione e il collocamento degli *ABS* deve rispondere alle esigenze degli investitori e pertanto i flussi generati dagli *asset* devono essere rimodulati per costruire quelle caratteristiche (piano di ammortamento, tasso di interesse, valuta di denominazione, ecc.) dei titoli oggetto della cartolarizzazione che soddisfino le esigenze del mercato. Questa fase di *repackaging* è pertanto fondamentale per la riuscita dell'operazione e può comportare l'affiancamento di garanzie, l'utilizzo di forme di assicurazione o di strumenti derivati di copertura contro i rischi di tasso o di valuta.

Tra il 1999 e il 2007 – secondo dati Bankitalia - sono state effettuate complessivamente 42 operazioni di cartolarizzazione riguardanti le amministrazioni locali (quelle relative a tutte le amministrazioni locali italiane sono state 64); l'ammontare complessivo di titoli emessi è stato pari a 13,4 miliardi (59,8 miliardi per il complesso delle amministrazioni locali).

Nel settore delle cartolarizzazioni a servizio delle amministrazioni locali l'operatività di Deutsche Bank risulta estremamente contenuta, riguardando **una sola operazione**, ancorché di rilievo internazionale: si tratta di una cartolarizzazione di immobili attraverso la società veicolo SCIP srl, controllata dal MEF, strutturata in due serie aventi rispettivamente 1 anno e 2 anni di vita media ed importo di 1.000 milioni e 1.300 milioni di euro, con ammortamento in forma di *soft bullet* e scadenza



nel 2005; questa operazione, per la quale Deutsche Bank è intervenuta come *co-arranger*, aveva ad oggetto *asset* costituiti da 27.250 unità immobiliari residenziali e 262 unità immobiliari commerciali; essa rispondeva all'esigenza del MEF di ottimizzare e monetizzare il portafoglio di *asset* immobiliari pubblici.

A beneficio della Commissione, pur non rappresentando un'attività di cartolarizzazione, ricordiamo che Deutsche Bank è stata impegnata a favore del settore pubblico con un'operazione che ha riguardato la Cassa Depositi e Prestiti, controllata dal MEF, che è stata realizzata attraverso un *covered bond* con data di emissione il 17/03/2005, scadenza luglio 2010, per un importo complessivo in linea capitale di 1000 milioni di euro con rendimento al 3,25%; l'operazione, per la quale Deutsche Bank è intervenuta come *joint bookrunner*, è collegata ad un portafoglio di prestiti ad amministrazioni locali (*portfolio of loans to public entities*).



8. - Il riordino della materia dei derivati non quotati (OTC) a beneficio della finanza locale: le proposte del Gruppo Deutsche Bank per una efficiente razionalizzazione del settore.

8.1) Banca Dati sui derivati OTC destinati alle amministrazioni locali

L'istituzione di una Banca Dati per tutti gli operatori esteri, contenente la rilevazione statistica ed il monitoraggio dei derivati OTC destinati alle amministrazioni locali (eg valore nozionale, mark to market e sua evoluzione nel tempo, vita media residua dei contratti, scadenza finale), a compendio delle informazioni già disponibili in Centrale Rischi, soddisferebbe un'esigenza operativa di sorveglianza continuativa ("*on ongoing basis*") di un segmento del mercato finanziario necessariamente circondato da particolare attenzione, essendo connesso alla c.d. *gestione attiva dell'indebitamento* della finanza locale e più in generale al controllo del debito pubblico complessivo. Potrebbe istituirsi un obbligo di comunicazione alla Banca d'Italia di dati di sintesi rilevanti ai fini statistici su schede uniformi in concomitanza con la stipulazione di tali contratti derivati OTC (flussi di dati sono già previsti a carico delle amministrazioni locali verso il Ministero dell'economia e delle finanze e la Corte dei Conti ed a carico delle banche controparti verso la Centrale Rischi). Tali rilevazioni statistiche da un lato supporterebbero utilmente le manovre governative di stabilizzazione della finanza pubblica, e della finanza locale in particolare, e dall'altro fornirebbero agli intermediari finanziari importanti informazioni sulle caratteristiche del mercato di riferimento. La Banca Dati andrebbe assegnata alla sede ritenuta più opportuna ed indicata da parte dell'amministrazione.

8.2) Uniformità delle definizioni contrattuali e regolamentari

È una esigenza operativa indefettibile quella di stabilire definizioni contrattuali comuni sugli elementi strutturali e funzionali dei derivati OTC al fine di massimizzare la efficienza e la efficacia del mercato. In proposito, la nuova normativa regolamentare da emanarsi a cura del MEF potrebbe, sull'esempio delle direttive comunitarie, enunciare le definizioni normative necessarie ed utili alla sua interpretazione ed applicazione. Tali definizioni dovrebbero ovviamente recepire una piattaforma terminologica comune e condivisa degli operatori finanziari.

8.3) Obblighi informativi, regolamenti e natura dell'Ente Locale

Per altro verso, la nuova normativa regolamentare in materia di derivati OTC destinati alle amministrazioni locali, da emanarsi a cura del MEF, dovrebbe tenere conto delle esigenze di competitività internazionale del mercato finanziario italiano anche in questo segmento particolare della *gestione attiva dell'indebitamento* della finanza locale.



Proprio la Corte dei Conti, nella sua Relazione sulla gestione finanziaria delle Regioni 2006-2007, ha ricordato come, sin dai primi anni 2000, l'ingresso dell'Italia nell'area della moneta unica abbia comportato una riduzione significativa dei tassi d'interesse di cui le amministrazioni locali, per lo più indebitate a tasso fisso, non avrebbero potuto beneficiare se non attraverso il ricorso ai derivati, posto che la rinegoziazione *tout court* del debito si sarebbe spesso rivelata di difficile o impossibile realizzazione e, ove praticabile, comunque complessa e costosa (in Relazione ABI, p. 9, audizione del 01/04/2009).

Se, dunque, la funzione dei derivati è una funzione importante nell'ambito della gestione dell'indebitamento, è auspicabile una normativa di settore chiara e allineata a principi operativi di semplicità e di praticità.

Ed allora, in tema di protezione delle amministrazioni locali nelle operazioni finanziarie su derivati OTC dovrebbe evitarsi un approccio indifferenziato *one size fits all* (una taglia per tutti), negando l'evidenza, e cioè che in realtà un comune normativamente definito "*città metropolitana*", che risulti essere ente emittente di strumenti finanziari in mercati regolamentati (ad es. obbligazioni), non può essere equiparato ad amministrazioni locali minori (la maggior parte dei comuni italiani) e dovrebbe essere ritenuto un operatore professionale. Un diverso e più intenso grado di protezione dovrebbe invece essere riconosciuto a realtà locali più piccole rispetto alle quali un maggiore ruolo di supervisione da parte delle Autorità preposte potrebbe rivelarsi particolarmente appropriato.



CONFINDUSTRIA

COMMISSIONE FINANZE E TESORO DEL SENATO

**Indagine conoscitiva sulla diffusione di strumenti di
finanza derivata e delle cartolarizzazioni**

Maggio 2009

1. Premessa

- Già in occasione della prima audizione sull'uso degli strumenti finanziari derivati (dicembre 2004) nel pieno della "bolla derivati" - quando i problemi affrontati dalle imprese nella gestione delle loro posizioni sono stati portati pienamente alla luce - Confindustria aveva sottolineato la necessità di non demonizzare tali strumenti. I problemi dell'esposizione negativa delle imprese su operazioni in derivati di copertura sembravano, infatti, derivare da comportamenti delle banche non sempre trasparenti e conformi ai principi di diligenza e correttezza fissati dal Testo Unico della Finanza.
- Infatti, quando nel 2004 era scoppiato il caso derivati, con gravissime perdite anche per molte PMI, la nostra analisi aveva messo in evidenza casi di non chiara rappresentazione della rischiosità delle operazioni e di una non approfondita selezione del cliente da parte delle banche. Problemi che avrebbero potuto essere evitati con comportamenti più attenti sia da parte delle banche sia da parte dei sottoscrittori di strumenti derivati.
- I problemi segnalati, infatti, erano connessi all'utilizzo non appropriato di questi strumenti, che aveva determinato situazioni limite, in cui il valore di tali strumenti superava la posizione debitoria delle imprese anche in presenza di livelli di indebitamento molto elevati. Molte situazioni critiche nascevano dal tentativo di coprire perdite su derivati, dovute a una evoluzione macroeconomica alquanto diversa dagli scenari prefigurati (tassi di interesse in discesa dal 2001 invece che in aumento e un progressivo deprezzamento del dollaro), con altri derivati.
- Dalla nostra analisi era emerso che in taluni casi era stato determinante il "consiglio" della banca nell'offerta di tali titoli a imprese che non erano in grado di valutare consapevolmente il rischio assunto, nonostante l'elevato grado di indebitamento avrebbe comunque dovuto spingerli ad una maggiore prudenza.
- Peraltro, dall'esame dei bilanci delle principali banche italiane emergeva un evidente interesse delle banche nell'offerta di prodotti derivati: era stata ampliata la gamma dei prodotti offerti e i ricavi derivanti dall'attività di trading, strutturazione e vendita di prodotti derivati complessi avevano raggiunto tassi di crescita molto elevati. L'interesse per le operazioni di collocamento di tali prodotti era, quindi, elevata e non si può escludere che ci siano state sollecitazioni ad aumentarne la vendita e che, per questo, il loro acquisto sia stato suggerito anche in condizioni non adeguate.
- Oggi il giudizio di Confindustria sugli strumenti derivati non è cambiato: l'uso corretto - basato sulla coerenza tra caratteristiche del derivato ed esigenze dell'impresa nonché sulla consapevolezza dei rischi insiti nell'acquisto di un derivato - può contribuire ad un'efficiente gestione finanziaria e alla copertura di alcuni rischi di mercato.
- Si condividono quindi le posizioni, da più parti espresse (Banca d'Italia), in merito all'utilità degli strumenti derivati per il buon funzionamento dei mercati finanziari seppur con le necessarie

cautele. Gli elevati rischi insiti nell'utilizzo di tali strumenti sia per gli intermediari che per la clientela impone prudenza nelle negoziazioni e una attenta attività di vigilanza sulla stabilità degli intermediari e sulla tutela degli investitori (da parte rispettivamente della Banca d'Italia e della Consob).

- L'uso inappropriato di tali strumenti può essere infatti destabilizzante per le banche come dimostra l'esperienza di Banca Italease¹, ma anche per gli investitori come testimoniano le gravi perdite subite da molte imprese anche di piccole dimensioni.
- È fondamentale dunque il ruolo delle autorità di vigilanza nel controllare l'entità delle operazioni in derivati realizzate e nella valutazione dei comportamenti adottati dagli intermediari al fine di preservare la loro solidità patrimoniale e quella degli investitori.

2. Il mercato degli strumenti finanziari derivati

- I derivati sono strumenti finanziari, il cui valore dipende da variabili sottostanti. Tali variabili possono avere diversa natura e il valore di un derivato può dipendere da un altro titolo (azioni, obbligazioni), da un altro derivato o anche dal valore di una merce.
- I contratti derivati vengono utilizzati per effettuare operazioni finanziarie di copertura dei rischi legati alle variazioni dei tassi di interesse e di cambio ma anche per operazioni speculative, che consistono sostanzialmente in scommesse su variazioni dei prezzi delle merci, delle valute, dei tassi d'interesse e di altre attività finanziarie allo scopo di ricavarne un profitto. Infine, possono essere realizzate operazioni di arbitraggio su derivati attraverso l'acquisto e la vendita della stessa attività su due diversi mercati, con l'obiettivo di conseguire un profitto garantito da differenze tra i due prezzi.

¹ Banca Italease ha collocato presso le imprese clienti strumenti finanziari derivati di copertura troppo complessi o senza adeguata informativa al cliente, ad alto rischio finanziario ma fortemente remunerativi per la Banca, che hanno però determinato un elevato aumento dell'esposizione delle imprese clienti verso la Banca. Le difficoltà della Banca si sono acuite nel corso del 2008, registrando un calo del valore delle sue azioni di oltre il 70% e continuando a registrare un significativo aumento degli incagli e delle sofferenze sul recupero del credito.

A seguito di un'ispezione, Banca d'Italia (giugno 2007) ha imposto il rinnovo degli organi societari della Banca, la ricapitalizzazione della stessa, il divieto di porre in essere nuove operazioni con la clientela in strumenti derivati finanziari strutturati e l'istituzione di nuove strutture di controllo interno. È intervenuta anche la Consob, applicando sanzioni ai componenti dei precedenti CdA e collegio sindacale per non aver predisposto procedure idonee a garantire l'efficiente, ordinata e corretta prestazione dei servizi di investimento, in relazione in particolare alla negoziazione in conto proprio su strumenti derivati OTC, ai relativi flussi informativi e al pricing delle operazioni.

A seguito del fallimento dei negoziati con la tedesca Dz Bank (che avrebbe dovuto rilevare una società-veicolo in cui Italease avrebbe fatto confluire attivi e passivi per circa 10 mld l'uno), i soci hanno concesso alla Banca un sostegno finanziario di 2 mld euro e sono stati avviati i lavori per incorporare parte degli attivi problematici. Di recente, il Banco Popolare ha lanciato un'offerta pubblica di acquisto (OPA) volontaria totalitaria sulle azioni di Banca Italease ai fini del delisting della stessa, che nei giorni scorsi è stata valutata positivamente dal CdA di Italease. In un secondo momento, attività e passività di Italease saranno concentrate in varie società finanziarie, che faranno capo a Banco Popolare o parteciperanno dagli altri grandi soci.

- Una importante classificazione di tali strumenti è connessa al luogo di negoziazione: i derivati possono essere negoziati nei mercati regolamentati e nei mercati cosiddetti “Over the Counter” (OTC).
- I derivati negoziati su mercati regolamentati hanno caratteristiche standard, definite a monte dai gestori di mercato, che riguardano una serie di elementi quali il sottostante, le scadenze di negoziazione, il valore nozionale. In Italia, presso Borsa Italiana Spa è stato costituito nel 1994 l’IDEM² (Italian Derivatives Market), dove vengono quotati futures e opzioni su indici di Borsa e su titoli.
- Al contrario, i derivati OTC non sono negoziati in un mercato regolamentato, ma direttamente tra le parti - ad esempio, una banca e un’impresa – e hanno caratteristiche che possono essere decise in sede di trattativa. Questo rende possibile personalizzare tali strumenti e i contenuti del contratto che possono, quindi, essere adattati alle esigenze dei contraenti.
- I derivati di copertura utilizzati dalle imprese sono generalmente strumenti OTC. Pertanto, la mancanza di negoziazioni su un mercato regolamentato, l’elevata personalizzazione e la frequenza delle rinegoziazioni rende difficile descrivere con precisione l’ammontare e le caratteristiche dei derivati detenuti dalle imprese.
- Tuttavia, con riferimento ai contratti OTC, la Banca d’Italia comunica semestralmente le posizioni in essere sulla base delle segnalazioni raccolte presso un campione composto dai gruppi bancari italiani maggiormente operativi nel comparto dei derivati: Unicredit, Intesa Sanpaolo, Monte dei Paschi di Siena e Banco Popolare, ai quali fa capo quasi il 90 per cento delle operazioni in derivati finanziari (che coprono i rischi di mercato) e creditizi condotte da gruppi bancari in Italia.
- Le rilevazioni della Banca d’Italia si collocano nell’ambito di un’iniziativa del Committee on the Global Financial System, che si riunisce a Basilea presso la Banca dei Regolamenti Internazionali, per la realizzazione di un’indagine semestrale di statistiche sui derivati OTC nei Paesi del G10.
- Oggetto della rilevazione sono il valore nozionale e il valore lordo di mercato dei contratti derivati su tassi di cambio, tassi di interesse, azioni e indici azionari, credit default swaps.
- I dati mettono in evidenza che le operazioni in derivati OTC continuano ad essere realizzati prevalentemente con istituzioni finanziarie.

² Le negoziazioni sul mercato IDEM avvengono per via telematica, attraverso un sistema elettronico che garantisce la rapida esecuzione degli ordini.

La liquidità è garantita dalla presenza di operatori market maker che si impegnano ad esporre proposte in acquisto e in vendita per determinati quantitativi di contratti. Per assicurare il buon fine dei contratti negoziati sul mercato IDEM, la Cassa di Compensazione e Garanzia si pone come garante e assume il ruolo di controparte di tutte le contrattazioni eseguite.

| | Istituzioni finanziarie (ammontari nozionali in essere; mld di dollari) | | | | |
|-----------------------------|--|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Categorie di rischio | dic. 2004 | dic. 2005 | dic. 2006 | dic. 2007 | giu. 2008 |
| Cambi | 214,5 | 267,5 | 353,0 | 1.007,6 | 1.169,6 |
| Tassi | 4.629,8 | 5.213,1 | 5.424,4 | 7.710,1 | 8.801,6 |
| Azioni | 111,4 | 127,8 | 152,2 | 340,7 | 397,3 |

| | Istituzioni non finanziarie (ammontari nozionali in essere; mld di dollari) | | | | |
|-----------------------------|--|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Categorie di rischio | dic. 2004 | dic. 2005 | dic. 2006 | dic. 2007 | giu. 2008 |
| Cambi | 32,6 | 33,7 | 35,2 | 117,0 | 129,2 |
| Tassi | 275,4 | 238,7 | 251,5 | 402,9 | 372,5 |
| Azioni | 21,5 | 17,9 | 8,6 | 19,4 | 19,6 |

- Negli ultimi anni (dal 2000 in poi) si è registrato un sensibile sviluppo dell'operatività in derivati delle banche italiane, coerente con gli andamenti rilevati a livello internazionale. In particolare, si è registrato l'incremento della quota di contratti negoziati con privati e imprese nonché un costante aumento del grado di complessità degli strumenti, che richiede più elevate professionalità per il corretto pricing dei prodotti e maggiore attenzione nel verificare la comprensione del contenuto dei contratti, soprattutto da parte della clientela non professionale.
- Nel complesso, come rileva la Banca d'Italia (Relazione annuale dell'anno scorso), a fine 2007 il valore nozionale dei contratti derivati finanziari dei gruppi bancari e delle banche operanti in Italia era pari a 11.600 miliardi di euro, di cui oltre tre quarti fanno riferimento a operazioni con soggetti non residenti.
- L'operatività verso la clientela non istituzionale (imprese e amministrazioni pubbliche) è orientata prevalentemente a coprire i rischi di tasso di interesse a cui la clientela stessa è esposta sui finanziamenti ricevuti. Sono comunque frequenti i casi in cui i derivati uniscono anche una componente di tipo speculativo.
- Dai dati rilevati dalla Centrale Rischi – che registra l'esposizione a fronte di contratti con valore intrinseco positivo per le banche - è emerso inoltre che nel 2007 è aumentata di oltre il 40% l'esposizione originata dai contratti derivati stipulati dalle banche italiane con le imprese. Il dato importante è che è più che raddoppiata l'esposizione delle banche verso le società più grandi (con accordato superiore a 5 milioni) mentre è molto diminuita quella nei confronti delle piccole e medie imprese.

3. Osservazioni sulla situazione attuale

- I dati disponibili non mettono in evidenza un minor utilizzo di strumenti derivati. Tuttavia la percezione del nostro sistema è che dopo la “bolla” esplosa nel 2004, si sia tornati ad un uso più “normale” dei derivati e che le ultime segnalazioni di criticità ricevute (risalenti all'estate 2008), salvo rari casi, riguardano operazioni realizzate negli anni 2003-2005 e ancora in essere.
- Probabilmente questa nuova situazione può essere imputata a vari elementi. Innanzitutto, lo scoppio della “prima” bolla sui derivati e la conseguente attenzione di autorità di vigilanza e della stampa specializzata ha indotto le banche a modificare i propri comportamenti, adottando una condotta più prudente nell'attività di collocamento di tali strumenti.
- A ciò si aggiunge il recepimento in Italia della direttiva MIFID (Markets in financial instruments directive, 2004/39/CE recepita in Italia con il decreto legislativo n. 164/2007, in vigore dal 1° novembre 2007), che ha apportato modifiche sostanziali alla disciplina sulla tutela degli investitori e sugli adempimenti posti a carico degli intermediari.
- Infine, l'adozione dei principi IAS/IFRS ha introdotto regole per la contabilizzazione degli strumenti finanziari, che aumentano l'informativa e la trasparenza di bilancio. Tali regole, applicate da banche e società quotate già dal 2005 (dal 2005 per i bilanci consolidati e dal 2006 anche per i bilanci d'esercizio) mirano a far emergere il valore di mercato di tali strumenti con effetti immediati sul bilancio. Per le imprese che non adottano gli IAS le norme sono più gradualistiche, ma gli obblighi di informativa avranno l'effetto di rendere maggiormente consapevoli le imprese dei rischi connessi all'utilizzo dei derivati.

4. La direttiva MIFID

- La direttiva MIFID ha rafforzato le misure introdotte a tutela dell'investitore. In particolare, è stata introdotta una nuova classificazione della clientela, che rappresenta un passaggio fondamentale della direttiva in quanto da questa dipendono il livello di protezione del cliente, gli obblighi informativi e la responsabilità degli intermediari rispetto ai servizi offerti.
- L'intermediario è tenuto a rispettare precisi obblighi informativi graduati in funzione dei diversi tipi di clientela e del servizio offerto. È prevista una valutazione di “adeguatezza” e “appropriatezza” dei servizi e prodotti offerti, fondata su informazioni approfondite e dettagliate che il cliente stesso deve fornire. Sulla base delle informazioni ricevute, l'intermediario potrà valutare se il prodotto o il servizio che va a proporre corrisponde agli obiettivi del cliente, al suo profilo di rischio e alla sua capacità - per esperienza e conoscenza - di comprendere i rischi dell'operazione.

La classificazione della clientela nella MIFID

Prima della MIFID, il Regolamento Intermediari della Consob (art. 31, delibera n. 11522/1998) stabiliva che erano operatori qualificati una serie di soggetti (in sintesi: intermediari autorizzati, investitori professionali e società finanziarie vigilate), tra cui *ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante*.

L'attribuzione della qualifica di "operatore qualificato", dunque, era affidata ad una auto-dichiarazione, che però non garantiva l'effettiva sussistenza dei requisiti tipici di un "operatore qualificato". Agli operatori qualificati non si applicavano alcune norme relative alle informazioni che gli intermediari dovevano fornire prima della stipulazione e durante il contratto nonché le norme relative alle "operazioni non adeguate" all'investitore, che gli intermediari dovevano astenersi dall'effettuare.

La MIFID invece individua tre categorie di clienti e per ognuna stabilisce precisi obblighi informativi da parte degli intermediari e dei test di valutazione dei clienti stessi in relazione alla categoria di appartenenza e al servizio prestato. Secondo la nuova classificazione i clienti si distinguono in:

- a. **clienti professionali** (definiti nell'Allegato 3 del nuovo Regolamento Intermediari (delibera Consob n. 16190): è professionale il cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume. Rientrano di diritto in questa categoria tutti i soggetti abilitati a operare nei mercati finanziari e, di diritto, anche le grandi imprese. In particolare, sono clienti professionali quelle imprese che presentano, a livello di singola società, almeno due dei seguenti parametri¹:
- totale di bilancio 20.000.000 euro
 - fatturato netto 40.000.000 euro
 - fondi propri 2.000.000 euro

Per capire l'ordine di grandezza del numero di imprese italiane che rientrano nella categoria di clienti professionali, Confindustria ha elaborato i dati estratti da una banca dati di circa 800.000 società di capitali. Dall'elaborazione è emerso che rientrano di diritto tra i clienti professionali:

- 7.008 imprese se si considera totale di bilancio e fatturato;
- 6.771 imprese se si considera fatturato e fondi propri ;
- 14.418 imprese se si considera totale di bilancio e fondi propri.

Anche nel terzo caso, sebbene più numeroso rispetto alle altre due combinazioni, si tratta di una quota di imprese pari all'1,8% del campione. Da queste stime si desume, dunque, che la maggior parte delle imprese italiane rientra nella categoria dei clienti al dettaglio.

- b. **controparti qualificate** (definite all'art. 6, comma 2-quater, lett. d), del TUF). Si tratta della più sofisticata tra le categorie di clienti individuate, ritenuta dal legislatore meno bisognosa di protezione in assoluto. Questa categoria comprende alcuni dei soggetti già classificati come professionali e include altri soggetti che, per l'attività e la rilevanza del ruolo ricoperto possono esse considerati qualificati;
- c. **clienti al dettaglio**, categoria definita per esclusione, nella quale confluiscono tutti i soggetti diversi da quelli elencati alle lettere precedenti. Si tratta, dunque, degli investitori individuali e delle imprese con fatturato, totale di bilancio e fondi propri inferiori alle soglie indicate dal Regolamento Consob per essere considerate professionali. Nei confronti di questi soggetti, gli intermediari finanziari dovranno rispettare specifiche norme di condotta nello svolgimento dei servizi finanziari.

Queste categorie non sono rigide. Il cliente, infatti, può richiedere un trattamento diverso da quello riservato alla categoria a cui appartiene di diritto.

4. La contabilizzazione degli strumenti derivati

- Il trattamento contabile previsto dagli IAS/IFRS per gli strumenti derivati segna un decisivo passo in avanti in termini di trasparenza e chiarezza del bilancio. Le società finanziarie e le società quotate sono infatti tenute al rispetto dello IAS 39, che definisce le regole di rilevazione e contabilizzazione degli strumenti finanziari. Secondo lo IAS 39 i derivati sono delle attività e passività finanziarie e in quanto tali devono essere rappresentati in bilancio. Le modalità della rappresentazione variano a seconda che il derivato sia di “copertura” – quando cioè ha la funzione di ridurre o trasferire l’esposizione al rischio – o speculativo o di negoziazione (*held for trading*).
- Quando il derivato è speculativo deve essere valutato al *fair value* con imputazione delle variazioni al conto economico. Se invece il derivato è di copertura sono previste diverse modalità di contabilizzazione che possono determinare una rilevazione in conto economico o nel patrimonio netto. Il *fair value* dei derivati di copertura dovrebbe compensare le variazioni di *fair value* dell’elemento coperto e l’entità di tale compensazione indica l’efficacia della copertura stessa, che va obbligatoriamente misurata. In sintesi, la contabilizzazione secondo i principi IAS determina effetti immediati sul conto economico e sul patrimonio netto.
- Questi metodi di contabilizzazione sono correntemente utilizzati dalle banche e dalle società quotate con il risultato di fornire indicazioni precise nei bilanci.
- Diversa è la situazione delle imprese che non adottano gli IAS/IFRS, per le quali l’unico obbligo consiste nell’inserire in nota integrativa e nella relazione sulla gestione del bilancio (di esercizio e consolidato) alcune informazioni sul *fair value* dei derivati e sull’esposizione e gestione del rischio finanziario (rischio di credito, di liquidità e di mercato). Peraltro detto obbligo non riguarda le imprese più piccole, che redigono il bilancio in forma abbreviata.
- Tali obblighi derivano dal recepimento della direttiva 2001/65/CE (cosiddetta “*fair value*”), il cui obiettivo era di avvicinare la disciplina contabile dei soggetti non IAS a quella dei soggetti IAS compliant. La direttiva consentiva agli Stati membri di prevedere l’iscrizione in bilancio dei derivati, valutati secondo il *fair value* e con effetti sul risultato d’esercizio, ma il Legislatore ha rimandato la contabilizzazione vera e propria a un futuro più “maturo” per le imprese, imponendo solo obblighi informativi e lasciando immutati la struttura dello stato patrimoniale, del conto economico e i criteri di valutazione di bilancio (gli effetti sul risultato d’esercizio delle variazioni del *fair value* di questi strumenti rimangono, quindi, in capo ai soli soggetti che applicano gli IAS).
- L’armonizzazione completa delle regole contabili dovrebbe avvenire con il recepimento delle disposizioni facoltative della direttiva “*fair value*” e della direttiva 2003/51/CE, c.d. “modernizzazione” (art. 25 Legge comunitaria 2007), anche se il recente dibattito internazionale sugli effetti prociclici dell’applicazione del *fair value* e il conseguente inasprimento dell’attuale crisi finanziaria ne hanno messo in forse il completamento.

- In ogni caso, il recepimento delle direttive citate aveva generato alcune proposte di modifica della disciplina di bilancio civilistica da parte dell'Organismo Italiano di Contabilità, che prevedevano per i derivati l'obbligo di iscrizione al *fair value*.
- A tale riguardo, in risposta alla Consultazione del Ministero dell'Economia sulla proposta OIC, Confindustria, se da un lato ha sottolineato la necessità di un avvicinamento graduale ai principi IAS da parte delle PMI – richiedendo per alcune poste di bilancio, quali le immobilizzazioni, un regime facoltativo di applicazione del *fair value* - dall'altro lato ha sostenuto la proposta di introdurre per i derivati l'obbligo di iscrizione al *fair value*.
- È da sottolineare che anche negli ultimi mesi non è stata però messa in discussione la necessità di un chiaro e completo reporting finanziario sui derivati. Infatti, le recenti deroghe all'utilizzo del *fair value* (es. emendamenti IASB allo IAS 39 sulla valutazione degli strumenti finanziari) hanno escluso i derivati, conservandone le originarie regole contabili.

5. L'uso dei derivati da parte degli enti locali

- L'utilizzo crescente di strumenti finanziari derivati da parte degli enti di pubblica amministrazione (Regioni, Province, Comuni) ha destato forti preoccupazioni a causa delle esposizioni eccessive degli stessi nei confronti degli intermediari finanziari controparti dei contratti stipulati.
- La sana e prudente gestione e i principi di economicità, che dovrebbero caratterizzare in particolar modo l'attività degli enti pubblici, sono stati in alcuni casi compromessi dalla conclusione di operazioni al di fuori dei limiti stabiliti dalla legge per l'utilizzo di questi strumenti.
- La normativa di riferimento, infatti, ha in un primo momento mostrato apertura nei confronti degli strumenti finanziari derivati, rimuovendo alcuni vincoli sul ricorso al credito da parte degli enti territoriali.
- Per evitarne l'utilizzo ai fini speculativi, il Legislatore ne ha però indirizzato il ricorso ai soli fini di copertura dai rischi e ristrutturazione del debito (con mantenimento della stessa scadenza) e ha posto limiti in termini di rating dell'intermediario controparte (operazioni solo con gli intermediari "investment grade") e in termini di esposizione verso il singolo intermediario (Legge finanziaria 2002, decreto MEF n. 389/03, Circolare MEF 27 maggio 2004).
- Nonostante le limitazioni prescritte, l'utilizzo improprio dei derivati, generato anche dalla complessità e opacità delle operazioni in cui erano inseriti, ha reso necessaria una stretta da parte del Legislatore, che ha dapprima previsto un sistema di controllo più stringente sulle operazioni concluse (notifica da parte degli enti al MEF attraverso un allegato al bilancio; resoconto del MEF alla Corte dei Conti: Legge finanziaria 2007) per poi vietarne l'utilizzo per un anno in attesa di un nuovo regolamento del MEF (DL n. 112 del 25 giugno 2008).

- Limiti e obblighi mirano a ridurre i rischi finanziari. L'utilizzo di questi strumenti cela infatti criticità connesse alla loro struttura complessa, che necessita di un elevato grado di competenza ed esperienza di gestione finanziaria, e alla lunga durata dei contratti assistiti dai derivati, quindi alla possibilità che, a fronte della convenienza economica di breve termine, si generino perdite nel lungo periodo.
- Il nocciolo del problema sta, quindi, nel fatto che l'ente locale si trova ad affrontare complesse operazioni finanziarie - normalmente concertate con primarie banche d'investimento spesso straniere - senza un'adeguata consulenza e assistenza. Questo problema colpisce soprattutto le piccole e medie amministrazioni locali che non dispongono di professionalità per interloquire con le banche d'investimento. Peraltro, non si può pensare che tali enti possano dotarsi di queste professionalità a causa degli elevati costi che comporterebbero, non giustificati dal volume delle operazioni.
- Accade quindi che l'ente locale si affidi a un advisor indicato dalla stessa banca d'investimento. In effetti, in molti casi esaminati dalla Corte dei Conti, l'advisor coincideva con l'intermediario finanziario controparte del contratto con un conseguente ed evidente conflitto di interessi. Per evitare la possibilità che un interesse rilevante, opposto a quello dell'ente, possa generare informazioni distorte sul contratto è necessario che l'advisor sia indipendente.
- Con riferimento all'aspetto della competenza specifica, inoltre, si sono verificati molti casi in cui l'ente si è definito tramite autocertificazione "operatore qualificato" e per questo ha autorizzato l'intermediario a minori obblighi informativi e di tutela. Questa "prassi", che ha caratterizzato anche la maggior parte delle transazioni in derivati tra intermediari e imprese degli anni scorsi, è stata fonte di scarsa trasparenza e valutazioni approssimative circa gli effetti dei contratti sottoscritti.
- Al riguardo, come sottolinea la Corte dei Conti, sembra opportuno che per le decisioni relative alla stipula dei contratti, oltre a seguire le indicazioni fornite dal Testo Unico sugli Enti Locali, le amministrazioni definiscano anche una chiara ripartizione dei compiti (decisionali, operativi, effettivi) anche in fase di rinegoziazione delle operazioni in derivati. Al momento infatti risulta che talvolta le decisioni relative a modifiche sostanziali dei contratti non vengano condivise secondo procedure e a livelli gerarchici adeguati.
- Altro tema che dovrebbe essere approfondito è il sistema di contabilizzazione di questi strumenti, che genera diverse criticità.
- Sarebbe opportuno, infatti, predisporre principi omogenei e trasparenti, che consentano una chiara applicazione da parte degli enti territoriali e favoriscano disclosure e confrontabilità dei bilanci pubblici, sia previsionali che consuntivi. Di recente, l'Osservatorio sulla finanza e la contabilità degli enti locali del Ministero dell'Interno (che promuove la corretta gestione delle risorse finanziarie, strumentali ed umane, la salvaguardia degli equilibri di bilancio, l'applicazione dei principi contabili e la congruità degli strumenti applicativi, nonché la

sperimentazione di nuovi modelli contabili) ha approvato – non ancora in via definitiva – alcuni principi contabili relativi ai criteri di contabilizzazione dei flussi finanziari generati dai derivati e al contenuto della nota informativa da allegare al bilancio. Inoltre, vengono fissati limiti all'utilizzo delle risorse generate da queste operazioni, vincolate ad un fondo di garanzia dei rischi futuri del contratto. I principi contabili dell'Osservatorio, il cui contenuto è considerato "oggettivamente normativo" anche dalla Corte dei Conti, hanno come obiettivo quello di colmare la lacuna normativa in questo ambito e dare uniformità e chiarezza di indirizzo agli operatori.

- I dati non sembrano confortanti: dalle indagini della Corte dei Conti è emerso che nel 2007 più della metà del debito dei Comuni era assistito dai derivati (27.262 su 46.561 mln euro totali), anche di quelli di ridotte dimensioni, meno strutturati per la gestione di simili operazioni. Inoltre, dagli stessi dati è emerso che più della metà dei Comuni ipotizzava di subire una perdita in fase di regolamento delle posizioni con gli intermediari finanziari.
- I contratti derivati sono stati generalmente stipulati in concomitanza all'emissione di prestiti obbligazionari o all'erogazione di linee di credito da parte della banca. Inoltre, molti di questi contratti prevedevano il versamento da parte della banca di un importo a titolo di anticipazione attualizzata di interessi. Il crescente bisogno di liquidità, infatti, è la principale ragione che ha indotto gli enti locali a fare ricorso agli strumenti derivati. Tale bisogno è stato determinato dall'incapacità, almeno nel breve periodo, di far fronte con riduzioni di spesa o aumenti di entrate ai minori trasferimenti statali, coerenti con le politiche di bilancio di riduzione del disavanzo pubblico.
- Per evitare situazioni di sofferenza nel settore pubblico si potrebbe pensare alla creazione di una rete di assistenza e consulenza specifica per gli enti locali, eventualmente costituita e/o coordinata a livello centrale (presso il Tesoro). Una simile soluzione non va vista come un ritorno alla "centralizzazione", ma solo come un mezzo che impedisca il dilagare di situazioni di grave difficoltà come quelle che stanno attualmente vivendo molti enti locali.

