



Giunte e Commissioni

RESOCONTO STENOGRAFICO

n. 3

N.B. I resoconti stenografici delle sedute di ciascuna indagine conoscitiva seguono una numerazione indipendente.

6^a COMMISSIONE PERMANENTE (Finanze e tesoro)

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

64^a seduta: mercoledì 25 febbraio 2009

Presidenza del presidente BALDASSARRI

I N D I C E**Seguito dell'audizione della Conferenza delle Regioni e delle Province autonome
e dell'Unione delle Province d'Italia (UPI)**

PRESIDENTE	Pag. 3, 5, 6 e <i>passim</i>	* PITTALUGA	Pag. 3, 6, 7 e <i>passim</i>
FERRARA (PdL)	6, 7		
LANNUTTI (IdV)	5, 8		
* MUSI (PD)	6, 8		

Audizione del sottosegretario per l'economia e le finanze Vegas

PRESIDENTE	Pag. 9, 22, 24 e <i>passim</i>
* BARBOLINI (PD)	23, 26, 27
FERRARA (PdL)	24
LANNUTTI (IdV)	22, 25
* MUSI (PD)	24, 25, 26
VEGAS, sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze	10, 24, 25

N.B. L'asterisco accanto al nome riportato nell'indice della seduta indica che gli interventi sono stati rivisti dagli oratori.

Sigle dei Gruppi parlamentari: Italia dei Valori: IdV; Il Popolo della Libertà: PdL; Lega Nord Padania: LNP; Partito Democratico: PD; UDC, SVP e Autonomie: UDC-SVP-Aut; Misto: Misto; Misto-MPA-Movimento per l'Autonomia: Misto-MPA.

Intervengono il sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze Vegas, il professor Giovanni Battista Pittaluga e la dottoressa Anna Rossa per la regione Liguria, il dottor Francesco Gabrielli per la regione Toscana e il dottor Paolo Alessandrini per la Conferenza delle Regioni e delle Province Autonome.

I lavori hanno inizio alle ore 14,40.

PROCEDURE INFORMATIVE

Seguito dell'audizione della Conferenza delle Regioni e delle Province autonome e dell'Unione delle Province d'Italia (UPI)

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca il seguito dell'indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni, sospesa nella seduta del 18 febbraio scorso.

Comunico che, ai sensi dell'articolo 33, comma 4, del Regolamento, è stata chiesta l'attivazione dell'impianto audiovisivo, nonché la trasmissione radiofonica e che la Presidenza del Senato ha già preventivamente fatto conoscere il proprio assenso. Se non si fanno osservazioni, tale forma di pubblicità è dunque adottata per il prosieguo dei lavori.

È oggi previsto il seguito dell'audizione dei rappresentanti della Conferenza delle Regioni e delle Province Autonome, sospesa nella precedente seduta, mentre i rappresentanti dell'Unione delle Province d'Italia (UPI), di cui era pure programmato il seguito dell'audizione, hanno comunicato di non poter essere presenti ai lavori odierni.

Do quindi il benvenuto ai nostri ospiti che saluto e ringrazio per aver aderito al nostro invito e lascio loro la parola.

PITTALUGA. Signor Presidente, premetto innanzitutto che i dati relativi alla gestione finanziaria delle Regioni, a cui farò riferimento, risalgono al 2007 e sono riportati nella relazione della Corte dei conti del 2008. Da tali dati risulta che il debito complessivo a carico delle Regioni a Statuto ordinario ammonta a circa 25 miliardi e 798 milioni di euro, di cui circa 11 miliardi e 37 milioni derivano da obbligazioni, la cui incidenza è molto aumentata tra il 2005 e il 2007. Gli strumenti finanziari derivati assunti dalle Regioni, che si innestano su tale struttura del debito, sono riconducibili a tre categorie principali: gli *interest rate swap* (IRS), i *currency swap* e gli *amortising swap* o *sinking fund*. Sono invece meno diffuse altre tipologie di derivati come i *credit default swap*.

Il valore complessivo degli IRS in riferimento ai mutui ammonta a circa 2 miliardi e 137 milioni di euro: il 14,5 per cento dei mutui sono

dunque interessati da operazioni di *interest rate swap*. Queste operazioni sono soprattutto legate alla ristrutturazione del debito in corrispondenza di variazioni del livello dei tassi d'interesse: in questo caso si è quindi in presenza di Regioni che vogliono tutelarsi dai rischi legati ai tassi.

Nelle Regioni non si sono invece diffuse operazioni di tipo speculativo finalizzate a sfruttare l'*up-front* in termini di generazione di risorse. Presso le Regioni tale finalità speculativa, che è stata frenata dal decreto legislativo n. 389 del 2003 e dalla successiva circolare del 27 maggio del 2004, è dunque poco diffusa. Più che sui mutui, le operazioni di *interest rate swap* sono diffuse in relazione alle obbligazioni, per una quota pari al 65 per cento del valore delle obbligazioni in circolazione: ovvero 7 miliardi e 182 milioni di euro, a fronte di un debito complessivo in obbligazioni pari a 11 miliardi e 37 milioni di euro. Il valore totale delle operazioni di *interest rate swap* è dunque pari a 9 miliardi e 300 milioni di euro circa.

I *currency swap* incidono per un valore assoluto molto limitato e si riferiscono a vecchie emissioni in valuta da parte soprattutto di due Regioni, Lazio e Lombardia, per 1 miliardo e 470 milioni di euro. Gli *amortising swap* e i *sinking fund* sono invece di ammontare rilevante e fanno riferimento ad emissioni obbligazionarie di tipo *bullet*, pari a circa il 72,6 per cento del totale delle obbligazioni delle Regioni in circolazione, per un valore di circa 8 miliardi e 13 milioni di euro circa. Mentre alcune Regioni hanno fatto ricorso in primo tempo agli *amortising swap*, successivamente si sono rivolte ai fondi di ammortamento, gestiti da un intermediario finanziario, in cui vengono accantonati investimenti in titoli; nel caso degli *amortising swap* è invece la stessa banca a gestire autonomamente un fondo alimentato da risorse pagate dalla Regione.

I rischi legati agli strumenti finanziari derivati sono di natura diversa. Desidero farvi notare che la quasi completa assenza dei *credit default swap*, fa in modo che il problema dei derivati per le Regioni, al di là della dilatazione dell'allarme operata dai *media*, sia relativamente contenuto. I rischi connessi ai vari strumenti derivati hanno dunque differente natura: per quanto riguarda l'*interest rate swap*, essi sono connessi al livello e alla struttura dei tassi d'interesse e quindi cambiano di momento in momento. Dunque, la valutazione *mark to market* di tali strumenti è destinata a mutare nel tempo; comunque, in base alla legge finanziaria per il 2008, le Regioni sono tenute ad accludere al loro bilancio una nota informativa relativa ai derivati, nella quale sarà contenuta una valutazione di questo tipo. I derivati legati alle obbligazioni con struttura *bullet* fanno riscontrare invece un'altra tipologia di rischio: il rischio di credito legato ai titoli inseriti nel fondo di ammortamento è infatti posto a carico della Regione e, dunque, delle perdite legate al fallimento di uno degli enti, i cui titoli sono presenti nel fondo, risponde la Regione stessa. Quest'ultima si assume cioè il rischio di credito legato ai titoli che compongono il paniere del fondo di ammortamento. Ovviamente, nei contratti stipulati dalle Regioni, relativi a questo tipo di titoli obbligazionari che hanno una struttura abbastanza standardizzata, è presente una serie di clausole di salvaguardia

in cui si stabilisce, ad esempio, che la banca può immettere nel fondo solo titoli di enti – normalmente Stati o Regioni – che abbiano un certo livello di *rating*, che sia almeno pari ad «A». Il fondo risponde anche a criteri di diversificazione del rischio e quindi non vi potrà essere la concentrazione di un determinato titolo, ma occorre per l'appunto che vi sia diversificazione. Nella quasi totalità di tali contratti, inoltre, la Regione può chiedere la sostituzione di un titolo, che ritiene particolarmente rischioso, con altri titoli.

Come già sottolineato nella scorsa occasione, è evidente che l'attuale crisi finanziaria può aumentare i problemi di gestione dei *sinking fund*, considerato che la banca o l'intermediario che lo gestisce viene a lucrare sul rendimento del fondo medesimo e, quindi, soprattutto in una fase in cui si sono determinate divaricazioni così forti, si può avere interesse ad inserire titoli con un elevato premio al rischio, spesso senza che vi sia una corrispondente riduzione del *rating*. Tanto per fare un esempio concreto, nell'ambito dei Paesi che aderiscono all'Unione europea esistono differenze di tasso di rendimento su titoli pubblici molto forti; rispetto ai *bund* tedeschi a dieci anni il differenziale con i titoli italiani di pari scadenza è superiore al punto e quello della Grecia è superiore ai due punti. In questo vi possono essere interessi ad orientare la struttura di determinati panieri verso titoli ad elevato rendimento e chiaramente anche un rischio implicito, se non di *default*, comunque di uscita dall'unione monetaria.

Questi, signor Presidente, sono in sostanza gli argomenti che ritenevamo opportuno evidenziare.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Pittaluga per i dati forniti e lascio la parola ai colleghi che intendono intervenire.

LANNUTTI (*IdV*). Signor Presidente, desidero ringraziare il dottor Pittaluga per i chiarimenti molto tecnici ed esaurienti che ci ha fornito sulla situazione delle Regioni, con riferimento soprattutto al loro indebitamento e ai rischi connessi.

Se possibile vorrei, però, porre qualche domanda al nostro ospite, innanzi tutto a proposito del *rating*. Abbiamo tutti seguito le vicende che hanno riguardato l'assegnazione della tripla «A» a determinati soggetti economici o il monopolio delle cosiddette «tre sorelle» del *rating*, ovvero di quelle agenzie che hanno dato le pagelle persino agli Stati, ma abbiamo visto anche il crollo di grandi istituzioni bancarie o assicurative i cui titoli comparivano addirittura nel sito di PattiChiari inseriti tra quelli a basso rischio e a basso rendimento. Ciò sta a significare che soprattutto quel genere di *rating* non offre garanzie e su questo mi piacerebbe avere un parere da parte dei nostri ospiti.

Va anche rilevato che i rischi sono sempre a carico delle Regioni, laddove le banche da tali rischi lucrano; vorrei pertanto avere qualche informazione in ordine alla rinegoziazione dei contratti in derivati onde capire se questi contratti bilaterali prevedano garanzie anche a favore del

contraente debole, se così si può definire la Regione, la cui posizione non è ovviamente così debole quanto quella del singolo consumatore.

Altrettanto interessante sarebbe avere qualche dato ulteriore circa la struttura dei debiti relativi alle Regioni Lazio e Lombardia, e sapere quali siano state le banche proponenti dei prodotti derivati. Dai dati forniti dal nostro ospite risulta che vi siano anche altre Regioni indebitate, e benché non sia a rischio l'intero ammontare del debito (oltre 25 miliardi di euro) a carico delle Regioni, è possibile però che lo sia una parte di esso, considerata la caduta dei mercati, quello che è successo e quello che ancora dovrà succedere, ed anche che non tutto il marcio è ancora venuto alla luce. A tale riguardo sottolineo che proprio ieri l'Assemblea del Senato ha approvato alcune mozioni che impegnano il Governo ad agire in sede internazionale per stabilire un nuovo sistema, sul modello della nuova Bretton Woods, che aspettavamo di discutere da cinque o sei mesi.

In ragione di quanto osservato ci piacerebbe quindi avere qualche chiarimento sulle rinegoziazioni del debito delle Regioni già concluse o ancora in corso.

PRESIDENTE. Vorrei rivolgere al dottor Pittaluga una domanda specifica e puntuale che non è motivata solo dalla curiosità.

Lei ci ha fornito con grande chiarezza la ripartizione dell'indebitamento in derivati di ciascuna Regione, a fronte della quale sarebbe per noi utile acquisire anche quella *pro capite*; è infatti evidente che Lazio e Lombardia hanno a riferimento un bilancio ed un'entità di popolazione residente enormemente più elevati, dato di cui occorre tenere conto, soprattutto se si effettua un paragone con Regioni più piccole, meno popolate e che quindi sembrerebbero pesare meno su quell'importo di 25 miliardi di euro corrispondente al debito complessivo. Ripeto, dal punto di vista della valutazione della gestione amministrativa e politica di una Regione è molto importante conoscere anche questo aspetto.

FERRARA (PdL). Sarebbe utile che tale ripartizione prendesse in considerazione anche il PIL.

MUSI (PD). Signor Presidente, vorrei se possibile un chiarimento. Nella relazione sulla gestione finanziaria delle Regioni della Corte dei conti si fa più volte riferimento sia all'utilizzo dei derivati finalizzato ad assicurare disponibilità immediate di liquidità, sia alla rimodulazione delle scadenze del debito. Credo che, con riguardo alle Regioni interessate, sarebbe utile avere un quadro chiaro della durata di questi prestiti, per capire per quanto tempo il debito conseguente impegnerà i bilanci regionali.

PITTALUGA. Signor Presidente, riguardo alla sua richiesta, ci riserviamo di trasmettere alla Commissione una documentazione contenente sia i dati relativi alla popolazione residente aggiornati alla fine del 2007 sia la ripartizione *pro capite* dell'indebitamento in derivati delle Regioni.

Condivido quanto osservato dal senatore Lannutti a proposito del *rating*, tant'è che la credibilità di alcune agenzie di *rating* è uscita piuttosto scossa a seguito delle valutazioni assai improprie da loro effettuate. Tuttavia, paradossalmente, proprio questa credibilità infirmata da quanto è accaduto oggi costituisce un elemento di garanzia, dato che tali agenzie per recuperare credibilità, a mio parere, stanno mostrando un'elevata severità nella valutazione del merito di credito, vi è quasi un effetto da *overshooting*.

FERRARA (PdL). C'è però il rischio che siano anche più severe di quanto dovrebbero essere.

PITTALUGA. Certamente, è possibile che questo accada, tant'è che nei giorni scorsi alcune agenzie hanno rivisto il *rating* di diversi Paesi, e in alcuni casi questa revisione è stata giudicata da diversi commentatori molto severa.

FERRARA (PdL). Non sembra, ad esempio, che i giudizi di tali agenzie a proposito della FIAT siano stati molto affidabili.

PITTALUGA. Per riguadagnare credibilità, stanno spostando il pendolo verso una elevata severità.

PRESIDENTE. Se mi è concessa la battuta, i debitori potrebbero immaginare di organizzare un *rating* delle società di *rating*!

PITTALUGA. In effetti qualche Regione oggi rifiuta il *rating*, ovvero ha smesso di chiederlo.

In proposito, la mia personale valutazione è che in passato alcune Regioni abbiano fatto ricorso a emissioni obbligazionarie anche quando avrebbero tranquillamente potuto avvalersi di mutui. Ho l'impressione che talvolta si siano utilizzati questi strumenti finanziari per questioni di *status symbol*, nel senso che la Regione che non ricorreva al *rating*, alle emissioni obbligazionarie e al mercato dei capitali appariva come retrograda, per cui anche le Regioni più piccole, per le quali il premio di liquidità anche ricorrendo al mercato non mutava, hanno fatto ricorso a strumenti che si sono alla fine rivelati più problematici dei mutui tradizionali.

PRESIDENTE. In tal caso, però, a differenza di quando si stipula un mutuo occorre rivolgersi ad un consulente.

PITTALUGA. Sono da sempre stato convinto che gli strumenti di finanziamento debbano attagliarsi al tipo di emittente; quindi per me è motivo di perplessità il ricorso all'obbligazione da parte di Regioni piccole per le quali il mercato secondario non è particolarmente ampio e spesso. Tuttavia, anche basandomi sull'esperienza della Regione Liguria, devo dire che la possibilità di emettere obbligazioni presenta almeno il vantag-

gio di poter riaprire, in determinati momenti, una vecchia emissione e quindi di godere di una plusvalenza, che poi si traduce in risorse aggiuntive di bilancio.

LANNUTTI (*IdV*). Se non sbaglio, la regione Liguria ha stipulato un contratto con Banca Nomura.

PITTALUGA. La banca Nomura ha effettuato operazioni con diverse Regioni, tra cui Liguria e Umbria.

La Lombardia nel 2007 non ha aperto nuove operazioni, laddove il Lazio ha effettuato tre operazioni con Citigroup e per un importo rilevante: si tratta essenzialmente di emissioni obbligazionarie *bullet* che quindi vanno soggette ad un fondo di ammortamento.

Per rispondere poi al senatore Musi, la vita media del debito delle Regioni, nonostante tutto, è relativamente contenuta; è vero che queste obbligazioni *bullet* sono spesso venti o trentennali, ma la vita media del debito è sotto i 15 anni; c'è quindi un consolidato di mutui che vanno via via a scadenza la cui durata media si aggira intorno ai 14 anni. Il problema di impegnare le generazioni successive è pertanto relativamente limitato.

Non ricordo, però, in questo momento quale sia la durata media del debito dello Stato.

PRESIDENTE. È di 4 anni. Lei ha affermato che la durata media del totale del debito è al di sotto dei 15 anni e che le operazioni cui ci riferiamo hanno tutte un termine tra i 20 e i 30 anni, immagino quindi che se la durata media è relativamente breve ciò sia dovuto al fatto che i mutui precedenti sono ormai a scadenza o comunque hanno un residuo di vita assai più contenuto, trattandosi magari di mutui decennali accesi sette anni fa e che quindi si estingueranno tra tre anni.

MUSI (*PD*). Vi sono però Regioni per cui tale scadenza è fissata al 2035.

PRESIDENTE. Ritengo che la domanda del senatore Musi non fosse tanto riferita alla durata media delle operazioni precedenti, ma di quelle alla nostra attenzione e per esse la risposta è stata chiara visto che per queste si parla di una durata tra i 20, 30 ed in taluni casi 35 anni e quindi si tratta di debiti che ricadranno anche sulla prossima generazione.

Dottor Pittaluga, può fornirci qualche dato da cui si evinca quanto abbia inciso l'*up-front* su queste operazioni?

PITTALUGA. Al momento no.

PRESIDENTE. Ritene che sia possibile ottenerlo?

PITTALUGA. Credo che di questo dato siano a conoscenza esclusivamente le singole Regioni.

PRESIDENTE. Lei crede che si possa chiedere alle Regioni di fornirlo?

PITTALUGA. Credo sia possibile.

PRESIDENTE. Quello relativo all'*up-front*, tra l'altro, dovrebbe essere un dato pubblico che risulta anche nel bilancio.

PITTALUGA. Sarà sicuramente possibile disporre di tale dato a partire dai bilanci del 2008, in virtù delle disposizioni al riguardo previste dalla finanziaria.

PRESIDENTE. Non lo è per i bilanci precedenti?

PITTALUGA. Non credo, ma verificheremo.

PRESIDENTE. Questo è strano, perché nella contabilità della Regione questa posta impropriamente chiamata «di entrata» dovrebbe risultare.

PITTALUGA. Risulta come tale nel momento in cui viene effettuata l'operazione finanziaria.

Ci impegniamo tuttavia ad inviare alla Commissione la documentazione richiestaci, compreso il dato riferito agli *up-front*.

PRESIDENTE. Ringrazio nuovamente il dottor Pittaluga per il contributo fornito ai nostri lavori e dichiaro conclusa l'audizione.

Audizione del sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze Vegas

PRESIDENTE. I nostri lavori proseguono con l'audizione del sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze Vegas, che saluto e ringrazio per la sua presenza. Prima di lasciargli la parola mi sia concesso svolgere una breve sintesi delle tematiche oggetto dell'odierna audizione, sottolineando che le cifre impegnate da Regioni, Province e Comuni in operazioni finanziarie nel mercato secondario sono quantificabili in poco meno di 60 miliardi di euro. Ovviamente non tutti questi enti sono soggetti al medesimo rischio che quindi risulta tra loro assai diversificato, mentre si può certamente affermare che la quasi totalità delle operazioni finanziarie effettuate è servita per spalmare nel lungo periodo un indebitamento necessario a breve, con una somma *up-front* che apparentemente ha creato una certa maggior disponibilità di liquidità nell'immediato, ovviamente con una serie di costi non soltanto riferiti ai tassi d'interesse, ma anche alle *fees* relative alle operazioni stesse.

Lascio quindi la parola al sottosegretario Vegas il quale ha consegnato alla Commissione una nota scritta sugli strumenti di finanza derivata e cartolarizzazione delle pubbliche amministrazioni, predisposta dal Ministero dell'economia e delle finanze.

VEGAS, *sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze*. Ringrazio il Presidente della Commissione per avermi dato l'occasione di venire a riferire su questo che è un tema molto caldo e che per alcuni aspetti ha colpito l'opinione pubblica forse più di quanto, considerando i dati, in certi casi avrebbe dovuto. Come illustrerò più avanti, il meccanismo dei derivati è sicuramente rischioso. Ciò detto, le misure legislative adottate per regolamentare il fenomeno hanno in qualche modo consentito di evitare i rischi maggiori e di tenere il fenomeno sotto controllo. Tra l'altro, l'andamento dei tassi nell'ultimo periodo ha influito positivamente sulla vicenda.

Ho presentato alla Commissione una relazione alquanto densa che mi accingo a leggere, omettendo soprattutto le parti più descrittive, e che contiene anche una sintesi della storia della normativa in materia, nonché i dati sull'andamento del fenomeno sotto il profilo quantitativo oltre ad alcune considerazioni sul tema delle cartolarizzazioni.

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. 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, 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.

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, o di una ridefinizione dei profili di rischio. 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, opererà 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. La combinazione ottimale tra i parametri rischio e costo va naturalmente determinata al momento della contrazione del debito, ma non necessariamente tale combinazione rimarrà quella ottimale nel corso della vita del debito. Ciò che gli strumenti derivati, se usati ragionevolmente, consentono al gestore è la possibilità di modificare tale combinazione durante la vita del debito.

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 (cambio 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.

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 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. Nel corso del tempo il quadro normativo è stato integrato sulla base di un duplice ordine di considerazioni. Da un lato si sono osservati 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.

È 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 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. È 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 riportato nella relazione che ho consegnato alla Commissione.

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 distorsivo per chi utilizza gli strumenti derivati nell'ambito della gestione del debito e quindi con un orizzonte di medio-lungo periodo. Come si evince dal grafico contenuto nella relazione, l'andamento dei tassi è stato recentemente soggetto a forti variazioni e nell'ultimo periodo ha fatto registrare una discesa. Assumendo una prospettiva di medio-lungo periodo, dunque, si può dare una valutazione differente degli effetti conseguenti all'utilizzo di strumenti derivati rispetto a quanto si sarebbe fatto qualche mese fa.

La valutazione dell'efficacia della gestione del debito mediante l'utilizzo di strumenti derivati, nei 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 era 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 il fatto che gli obblighi derivanti dal contratto medesimo possano essere messi in discussione: ritengo che questo sia un chiarimento necessario rispetto a prese di posizione avanzate da alcuni soggetti pubblici.

Facendo un breve *excursus* normativo, ricordo che l'articolo 41 della legge finanziaria per il 2002 si è fatto carico di temperare molteplici e diverse esigenze di gestione della finanza pubblica, tra le quali: 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 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, sia con riguardo alla distribuzione degli oneri nel corso del tempo. Inoltre, con la norma del citato articolo 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'articolo 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*. 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 di uno *swap* di ammortamento erano tali da incrementare i rischi, e spesso anche i costi, totali dell'operazione. È 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'articolo 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.

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'articolo 41 si è anche istituito il monitoraggio del debito degli enti territoriali. Riguardo ai contenuti del monitoraggio 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. È 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. Tra le varie tipologie di operazioni presenti sul mercato, sono state ammesse, a seguito della legge finanziaria per il 2002, quelle che presentano un profilo di rischio contenuto o che addirittura consentono di migliorare la protezione dai rischi di mercato. 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 con la medesima norma veniva consentita la presenza di un importo da regolare al momento del perfezionamento dell'operazione per un ammontare massimo dell'1 per cento del nominale del contratto, a sua volta non superiore all'ammontare di debito su cui viene effettuata l'operazione di copertura. Si è riscontrato che questa eventualità è stata 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 nel decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, 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 re-

cente comunicazione di Eurostat ai Paesi membri. Infatti, uno *swap*, all'atto della sua accensione, dovrebbe nascere in equilibrio, con le cosiddette «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 delle operazioni derivate poste in essere oltre l'ammontare complessivo di 100 milioni di euro.

Certamente, alla luce dei recenti avvenimenti, il parametro si è rivelato meno solido di quanto ritenuto in precedenza. Vi sono altri parametri che possono essere considerati, ma nessuno di questi tuttavia 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.

Quella legge (la n. 296 del 27 dicembre 2006) ha introdotto ulteriori disposizioni in merito all'operatività in strumenti derivati delle Regioni e degli enti locali, e ha ampliato la definizione di indebitamento, anche alla luce di un pronunciamento di Eurostat del settembre 2006, riguardante i debiti del settore sanitario, su cui tornerò più avanti.

Il comma 737 della finanziaria per il 2007 è stato introdotto al fine di porre rimedio, almeno parzialmente, alla debolezza delle norme contenute nel testo originario dell'articolo 41. Tale debolezza era derivante dall'assenza di una sanzione in caso di inadempimento da parte degli enti destinatari delle norme stesse: a questo scopo, l'articolo prevede due nuovi commi.

Il comma 2-*bis* dell'articolo 41 stabilisce che gli enti contraenti, come presupposto dell'efficacia del contratto, al momento della chiusura delle singole operazioni e prima della sottoscrizione dei contratti stessi, debbano essere in possesso di tutta la documentazione contrattuale finale relativa a ciascuna transazione e la devono trasmettere al Dipartimento del tesoro.

Il comma successivo 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. Pertanto, 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, il cui scopo è stato promuovere una maggiore trasparenza

sulle condizioni ed una maggiore consapevolezza sugli effetti dei contratti derivati sul debito sottostante. Il primo tentativo è stato fatto con la legge finanziaria per il 2008.

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. 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 un'apposita nota allegata al bilancio. Ad entrambe le norme è stata fornita una protezione sanzionatoria consistente nella nullità dei contratti in caso di violazione.

La logica sottostante a queste tre disposizioni è 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 sull'opportunità di concludere o meno i contratti, 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 suo bilancio. La stessa consapevolezza deve essere poi mantenuta nel corso della vita del contratto, al fine di poter verificare l'efficacia della strategia, in base alle mutate condizioni di mercato.

Il contenuto normativo del comma 381 – ci riferiamo sempre alla finanziaria per il 2008 – è stato ripreso, ampliato e armonizzato, nel corso del 2008, con una serie di norme sul debito degli enti territoriali, e il nuovo testo è confluito nell'articolo 62 del decreto-legge n. 112 del 2008. Il testo definitivo in vigore oggi è frutto, però, di una serie di modifiche apposte prima in sede di conversione e, successivamente, con l'articolo 3, comma 1, della legge finanziaria per il 2009.

Il testo originario dell'articolo 62 si poneva un duplice obiettivo: il primo era, da una parte, emendare l'ordinamento in materia di indebitamento degli enti, abrogando la norma che consente l'emissione di titoli con rimborso unico alla scadenza (i cosiddetti *bullet*); dall'altra, limitare a trent'anni la durata massima dei piani di ammortamento, sia di emissioni sia di altri strumenti di debito. Il secondo obiettivo era poi bloccare temporaneamente la stipula di nuovi contratti di strumenti finanziari derivati, in attesa della nuova regolamentazione volta a definire 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 (quindi, dal 26 giugno 2008). In sede di conversione, il testo dell'articolo 62 è stato rivisto e riorganizzato, prevalentemente dal punto

di vista lessicale. L'innovazione di rilievo, rispetto al testo originario del decreto, è stata l'integrazione dell'elenco di operazioni che costituiscono indebitamento, ai sensi dell'articolo 3, comma 17, della legge finanziaria per il 2004, cui sono stati aggiunti i premi incassati al momento del perfezionamento delle operazioni derivate (i cosiddetti *up-front*, di cui ho già parlato prima).

Infine, l'ultima modifica al testo dell'articolo 62 è stata messa a punto all'articolo 3 della legge finanziaria per il 2009. Con tale articolo sono stati separati i commi contenenti disposizioni sull'indebitamento, di carattere permanente, da quelli che regolano l'attività in strumenti derivati. La norma ha confermato il blocco dell'operatività in derivati, già disposto con il testo originario del decreto-legge n. 112, per un periodo minimo di un anno, consentendo, però – a differenza del suddetto decreto – 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 (*bullet*) e la durata massima in trent'anni per tutte le forme di indebitamento.

La norma ha poi stabilito – così recuperando il contenuto 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 aver acquisito una piena comprensione della natura dello strumento e dei suoi effetti sul bilancio. La nullità del contratto – come noto – può essere fatta valere esclusivamente dagli enti.

Le disposizioni di natura tecnica riguardanti l'indicazione delle indispensabili informazioni, da esplicitare in lingua italiana nel contratto (il quale quindi non deve essere necessariamente tradotto nella sua interezza, ma solo nelle parti di maggior rilievo), 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 un'eventuale riflessione successiva rispetto alle indicazioni fornite nel 2003 con il 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 e avente ad oggetto i contratti derivati di enti territoriali.

In quest'ultimo testo normativo, è stata mantenuta quindi 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. Questo controllo non avviene più nell'ambito della frazionata verifica sugli enti, ma assume un carattere più concentrato sulla specifica operatività del mercato: quindi, anziché passare al controllo

sugli atti, si passa ad un controllo sull'attività e ciò dovrebbe dare ulteriori garanzie.

È il caso di soffermarsi sulla questione della direttiva MiFID: i contratti derivati rientrano nella categoria degli strumenti finanziari previsti all'articolo 1, comma 2, del decreto legislativo n. 58 del 1998. Ne consegue che il collocamento e la negoziazione di contratti derivati, siano essi trattati nei mercati regolamentati oppure al di fuori (i cosiddetti contratti *over the counter*), configurano la prestazione di un servizio di investimento, pertanto soggetta a riserva di legge e regolata dalla disciplina comunitaria e dalle relative norme di attuazione nazionali.

Com'è noto, questa disciplina è stata recentemente rivista in occasione dell'attuazione della direttiva MiFID, di conseguenza la negoziazione di strumenti finanziari derivati è un servizio di investimento riservato a 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. Oggi, con riferimento alla materia dei mercati finanziari, l'attività normativa è sostanzialmente nelle mani del legislatore comunitario.

Rispetto all'articolato e complesso sistema di norme che costituiscono la disciplina in materia di servizi di investimento appare rilevante, ai fini che qui 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.

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 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. Gli Stati membri hanno poi la facoltà di classificare ulteriori soggetti come controparti qualificate. Il decreto di attuazione della MiFID ha ritenuto opportuno non includere ulteriori soggetti pubblici italiani tra le controparti qualificate, per ovvi motivi di prudenza.

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*).

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.

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.

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 trattata come cliente professionale, a meno che la Regione non richieda un trattamento da cliente al dettaglio. 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 bozza di regolamento predisposta dal Ministero dell'economia e delle finanze, e sottoposta a consultazione pubblica, quindi auspicabilmente di prossima emanazione, individua in primo luogo i parametri che possono consentire ai soggetti pubblici di chiedere il trattamento da clienti professionali. Essi consistono in un livello di entrate superiore a 40 milioni di euro all'anno. In secondo luogo, il decreto introdurrà 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; 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.

Per quanto riguarda i dati, 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 (tale meccanismo, quindi, funziona). Si può allora concludere che l'introduzione delle norme contenute nella legge finanziaria per il 2007 abbia 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* articolo 41 della legge finanziaria per il 2002 – obblighi dai quali rimangono comunque escluse le imprese municipalizzate, poiché esterne al perimetro della pubblica amministrazione – così come rilevati a fine dicembre 2008, risulta in primo luogo che siano circa 600 tra Regioni, Province, Comuni e Comunità montane, quelle che hanno in essere operazioni derivate a fine dicembre 2008; che il loro nozionale complessivo sia pari a quasi 35,5 miliardi di euro 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 per cento) sia non capoluogo (81,6 per cento), seguiti da Province (7,1 per cento) e Regioni (3 per cento), con una componente residuale di Comunità montane (0,7 per cento).

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 per cento del totale), seguiti dai comuni capoluogo con quasi 11 miliardi di euro (31,1 per cento), a dimostrazione che quasi l'80 per cento 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 per cento del totale) ed infine un piccolo importo residuale relativo a Comunità montane ed unioni di Comuni (0,1 per cento).

Inoltre, si fa presente che il 59,5 per cento del nozionale complessivo oggetto di operazioni derivate è stato stipulato con controparti estere, mentre il rimanente 40,5 per cento si riferisce ad operazioni con banche italiane o filiazioni italiane di operatori bancari esteri (soggette comunque a normativa di vigilanza nazionale). Al riguardo, poi, rilevo che le controparti estere censite sono meno di venti e che le prime dieci rappresentano

comunque oltre il 90 per cento degli importi nozionali di riferimento segnalati, a conferma di un'elevata specializzazione richiesta agli intermediari e della conseguente concentrazione di questo segmento di mercato.

Nella relazione sono poi riportati alcuni grafici che mostrano come è distribuita la percentuale del nozionale ed i vari tipi di contratto e quale è il nozionale medio riferito ai diversi soggetti. Come si osserva nella tabella riportata nella suddetta relazione, abbiamo la suddivisione dei contratti in base all'anno di stipula e a partire dal 2002 una crescita dei contratti non perché non esistessero prima, ma in quanto è la prima volta che questi sono normati e quindi iniziano ad essere comunicati e resi conoscibili; successivamente l'andamento dei tassi invita ad una diminuzione per gli anni 2004 e 2005 dell'utilizzo di questi contratti; non è detto però che tale diminuzione sia reale, è probabile infatti che essa sia dovuta al fatto che molti contratti non siano stati comunicati, tant'è vero che negli anni 2006- 2007 si registra un'impennata. Nel 2008, a seguito dell'andamento dei tassi 2008 e della normativa di blocco che è stata introdotta con il decreto-legge n. 112, si assiste ad un sostanziale arresto dell'utilizzo di questo tipo di contratto. Come si riscontra poi in un'ulteriore tabella, il nozionale medio per contratto è abbastanza significativo, visto che ammonta a circa 34, 5 milioni per ente.

Se il Presidente e la Commissione sono d'accordo, mi soffermerei ora sul tema delle cartolarizzazioni, che credo rivesta un certo interesse. Ricordo che la tecnica della cartolarizzazione ha vissuto un periodo di particolare sviluppo e diffusione a partire dalla fine degli anni Novanta, 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 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 *subprime* 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 Ministero dell'economia e delle finanze (aventi ad oggetti *asset* immobiliari e creditizi di diversi enti pubblici), ol-

tre 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: sono state dunque anche uno strumento di conoscenza dei crediti.

Non bisogna poi ignorare che l'unica fra le molte operazioni di cartolarizzazione realizzate sotto la guida del Ministero dell'economia che ha presentato delle criticità è la cosiddetta 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 Regioni e 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 pubblica amministrazione, 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 padroneggiare gli aspetti più propriamente tecnici della questione.

Nel marzo 2007, gli esperti statistici europei 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. Conseguentemente, 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.

Nella relazione che consegnerò agli atti è presente una tabella che riepiloga le operazioni di cartolarizzazione pubblica, a partire dal 1999, indicandone i ricavi, che si attestano a un totale di circa 39,8 miliardi di euro e indicando come, ai sensi dei parametri di Maastricht, ciò abbia alleggerito il debito e l'indebitamento netto per un'entità che non è pari a quella del ricavo complessivamente ottenuto. A seguire c'è un'altra tabella riguardante la cartolarizzazione dei debiti sanitari, che mostra il totale dei debiti sanitari cartolarizzati dal 2003 al 2007, pari a circa 16,1 miliardi di euro. Lo *stock* del debito rimasto a fine 2007, dopo le operazioni effettuate, è pari a circa 5,5 miliardi di euro; dunque tale strumento può essere valutato positivamente, per il fatto che ha alleggerito lo *stock* del debito. Nella relazione sono inoltre riportati due piccoli *box* in materia di strumenti finanziari derivati e di contabilizzazione delle operazioni di *interest rate swap*, che servono per chiarire gli aspetti contabili.

PRESIDENTE. Ringrazio il sottosegretario Vegas per l'ampia esposizione e lascio la parola ai colleghi che intendono intervenire.

LANNUTTI (*IdV*). Il sottosegretario Vegas ha presentato una relazione corposa e consistente, che però, per quel che riguarda l'ammontare dei debiti delle Regioni connessi agli strumenti di finanza derivata, mi sembra non corrispondere, almeno in parte, a quanto ci è stato riferito nel corso dell'audizione immediatamente precedente. Secondo i rappresentanti della Conferenza delle Regioni, infatti, essi ammonterebbero a circa 25 miliardi di euro, mentre nella relazione del Sottosegretario si parla di 16,9 miliardi. Pur considerando che il dato fornito dai rappresentanti della Conferenza delle Regioni risale al 2007, mentre quello del Sottosegretario è più recente, si riscontra comunque un difetto di comunicazione o qualche piccola contraddizione.

Chiedo inoltre al Sottosegretario un chiarimento a proposito delle cartolarizzazioni e del dato, riportato in tabella, riguardante le operazioni effettuate nel 2003, che vengono suddivise in tre voci: INPS 4, *Personal Loans*, pari a circa 4,2 miliardi di euro, e *Local authorities*. Visto che una settimana fa è stato votato il maxiemendamento al cosiddetto decreto «milleproroghe» (decreto-legge 30 dicembre 2008, n. 207), che ieri è stato approvato dalla Camera dei deputati con un voto di fiducia, desidero chiedere informazioni anche sulla norma relativa all'operazione SCIP2 (Società cartolarizzazione immobili pubblici).

Ricordo che la competente Commissione del Senato non ha avuto visione delle tabelle relative, che poi sono state fornite alla Camera dei deputati, il cui Servizio del bilancio ha espresso qualche perplessità sull'operazione, che ammonta, se non vado errato, a circa 1,7 miliardi di euro. Desidero dunque chiedere al signor Sottosegretario lumi in materia, e quindi sapere che cosa comporti effettivamente restituire agli enti previdenziali le case invendute, che tra l'altro potrebbero essere anche di difficile vendita, perché probabilmente interessate da un contenzioso, senza contare gli effetti della crisi del mercato immobiliare.

BARBOLINI (PD). Signor Presidente, ringrazio in primo luogo il sottosegretario Vegas per averci consegnato questa ampia e puntuale relazione scritta che mi riservo di approfondire.

Sulla questione dell'indebitamento in derivati delle Regioni, attendiamo di verificare i dati che ci sono stati forniti nell'ambito delle diverse audizioni svolte, però, pur non mettendo assolutamente in discussione la validità di quelli contenuti nella relazione del Sottosegretario, abbiamo l'impressione che ci sia qualche sfasatura ed è proprio da questo elemento che prende le mosse la mia domanda. Mi interesserebbe infatti sapere se il sottosegretario Vegas si sia fatto un'opinione della ragione di tale sfasatura e se e come ritiene si possa eventualmente addivenire alla definizione di un quadro della situazione davvero affidabile.

La seconda questione che intendo porre attiene al tema delle cartolarizzazioni. Al riguardo, forse per scarsa attenzione, ma devo dire che non avevamo quasi fatto in tempo ad accorgerci che nell'ambito del cosiddetto decreto «milleproroghe» fosse stata inserita a sera tarda una norma in materia di cartolarizzazioni, approvata già la mattina dopo, e in un provvedimento su cui è stata posta la fiducia; da parte nostra, francamente, avremmo ritenuto opportuno che questo tema – al di là delle esigenze di armonizzazione con le disposizioni comunitarie pur esistenti – meritasse di essere affrontato potendo disporre di qualche maggior elemento conoscitivo.

Vorrei chiedere però lumi circa un aspetto specifico al Sottosegretario, il cui ragionamento mi sembra porti ad affermare che le cartolarizzazioni non costituiscano uno strumento in sé, e che l'evoluzione del contesto abbia ostacolato il pieno conseguimento degli obiettivi, ponendo così la necessità, in particolare in relazione alle recenti normative comunitarie, di superare lo strumento medesimo.

Ricordo che circa due anni fa la Corte dei conti ci fornì un *report* sulle cartolarizzazioni effettuate negli anni precedenti non propriamente lusinghiero in termini di efficacia del risultato e, soprattutto, di tutela e salvaguardia del patrimonio pubblico. Ciò detto, mi interesserebbe pertanto sapere, anche con riferimento a queste diverse tipologie di operazioni ed al di là del ricavo conseguito, se esista una qualche valutazione del valore patrimoniale di quegli *asset*, che credo siano stati messi sul mercato cercando di invogliare eventuali acquirenti onde poter introitare per l'intanto una parte di liquidità. In sintesi, qual è il risultato del raffronto tra il valore di mercato degli immobili e il prezzo incassato per la loro cessione? Sono ovviamente consapevole che alla fine tale risultato è dato anche dalle contingenze di mercato e dalle esigenze di priorità di incasso, tuttavia riterrei opportuno conoscere queste informazioni proprio in ragione di quella esigenza di tutela del patrimonio e soprattutto dell'interesse pubblico cui facevo prima riferimento. Non vorrei infatti che avessimo privatizzato *benefit* per poi trovarci oggi a dover risocializzare le perdite, come mi pare invece si intenda fare con l'operazione che rimette in capo agli enti previdenziali immobili che non credo siano facilmente ricollocabili sul mercato.

PRESIDENTE. Vorrei un chiarimento, signor Sottosegretario, riguardo ad un passaggio della sua relazione laddove si afferma che: «...la preoccupazione di non posporre i costi di indebitamento contratto su esercizi futuri ha portato ad escludere la possibilità di estendere la durata delle operazioni derivate oltre la scadenza delle sottostanti passività». Con ciò si intende dire che se si effettua una nuova operazione di debito è possibile spostare la scadenza a vent'anni, senza che questo implichi uno spostamento nel tempo della durata media del debito? Per esser più chiari: il fatto che le operazioni derivate non possano andare oltre la scadenza del debito, vuol dire che non si modifica la scadenza media dell'indebitamento dell'ente?

VEGAS, *sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze*. Certo.

MUSI (PD). Non credo che ciò sia possibile.

FERRARA (PdL). È possibile, nel senso che ciò non influenza l'operazione.

PRESIDENTE. Abbiamo affrontato questo aspetto anche nell'ambito della precedente audizione, in particolare riferendoci al fatto che un ente può avere un mutuo che scade a dieci anni dalla sua accensione, periodo nel quale il suddetto ente può dare corso ad un'altra operazione di debito, ad esempio effettuando un'emissione, il che significa che l'ente può effettuare operazioni derivate nell'orizzonte temporale di quella nuova emissione. Ciò detto, mi sembra di aver capito – ed è a questo riguardo che mi interesserebbe avere un chiarimento – che a fronte di un mutuo con scadenza decennale e di una successiva obbligazione con scadenza trentennale lo spostamento in avanti della scadenza media del totale dell'indebitamento permanga e quindi che l'operazione derivata non aggiunga né tolga nulla a questo spostamento in avanti della scadenza.

Tutto questo è previsto da una specifica norma?

VEGAS, *sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze*. Nel decreto-legge n. 112, stabilendo la durata massima del debito, anche a fini cautelativi, si è creata una corrispondenza tra derivato e debito, tant'è vero che la norma che consente di rinegoziare il derivato è riferita alla rinegoziabilità del debito sottostante.

Si tratta, ripeto, di norme che hanno finalità cautelative considerato che quando si è consentito l'accesso ai *bullet* ci si è accorti che il meccanismo di tutela in tal caso previsto era insufficiente, perché alcuni enti locali «disinvolti» preferivano un meccanismo tale da rinviare l'intero pagamento – salvo un piccolo *up-front* – in avanti nel tempo quando magari a pagare sarebbe stato qualcun altro!

PRESIDENTE. Mi risulta che alcuni enti invece di pagare la rata, abbiano addirittura incassato l'*up-front*, spostando in avanti la scadenza del debito.

VEGAS, *sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze*. Si trattava evidentemente di un meccanismo del tutto inefficace, laddove con quello attualmente previsto non dovrebbero esservi differenze temporali.

Quanto alla questione della sfasatura dei dati, esiste effettivamente qualche differenza tra quelli che ho presentato oggi e quelli forniti, per esempio, dalla Corte dei conti. Ora ovviamente ciascuno potrebbe asserire che i propri dati siano quelli più affidabili, ma non credo che ciò sia poi così rilevante, posto anche che le differenze cui si è fatto riferimento sono tutto sommato limitate. Le nostre rilevazioni tengono conto di quanto trasmesso fino a dicembre di quest'anno, nettizzando in alcuni casi rispetto ad operazioni che sono state effettuate e poi cancellate.

PRESIDENTE. I dati sono stati forniti dalla Conferenza delle Regioni.

VEGAS, *sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze*. Mi sembra però che si avvicinino abbastanza a quelli in nostro possesso. Occorre anche considerare che in qualche caso alcuni enti non trasmettono i propri dati, ma questo accadeva più che altro in passato.

MUSI (PD). Credo che i conti tornino se si fa un bilanciamento complessivo, perché in un caso di un nozionale complessivo pari a circa 35,5 miliardi, la Corte dei conti fa riferimento a circa 27,2 miliardi, non considerando il dato relativo al Piemonte ed alla Valle D'Aosta.

LANNUTTI (IdV). Vi sono tra i 6 ed i 7 miliardi di euro di differenza in ballo.

VEGAS, *sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze*. Si tratta di quantità sicuramente di rilievo, ma per avere la contezza dell'entità del fenomeno obiettivamente basta avere l'ordine di grandezza, che grosso modo coincide (ovviamente riferito al sottostante e non all'eventuale impegno, anche se quest'ultimo dovrebbe andare man mano a diminuire, essendo l'attuale un periodo di tassi decrescenti).

Mi riservo di fornire al senatore Lannutti una specifica più chiara riguardante le operazioni di cartolarizzazioni del 2003.

Aggiungo al riguardo che vi è qualche difficoltà ad avere dati precisi circa quello che è stato incassato rispetto al valore effettivo dei beni; mi consta che alcune cartolarizzazioni siano state concluse a prezzi molto vantaggiosi per l'acquirente, altre meno, ma questo è dipeso da fatti contingenti, come dimostra anche la vicenda dell'operazione denominata SCIP2. In tal caso all'abbattimento del valore degli immobili posti in ven-

dità hanno contribuito i cambiamenti del mercato e le regole previste per la loro cessione, quali ad esempio la prelazione degli inquilini.

Lo stesso si può dire nel caso delle cartolarizzazioni dei crediti INPS; infatti, se si valutano questi crediti sulla base dei libri contabili non si può che riscontrare una effettiva notevole perdita, se invece si prende in considerazione il tasso di realizzabilità di tali crediti, che in certi casi poteva essere di un certo livello, mentre in altri, come in quello dei crediti agricoli, sarebbe stato basso o bassissimo, le cose cambiano completamente. In ogni caso, anche qualora riuscissimo a fornire i dati richiesti – ed in tal senso vi sarà tutto il nostro impegno – non si tratterebbe di dati indicativi, ma spannometrici, che quindi non so quanto possano essere rilevanti.

MUSI (PD). L'operazione denominata SCIP2 in qualche modo era stata coperta con l'emissione di obbligazioni. Il problema è capire quanto tali obbligazioni abbiano pesato negativamente sul loro rendimento rispetto alle previsioni che erano state fatte dal Ministero dell'economia e delle finanze ed, altresì, in che misura tutto ciò incida in termini di restituzione su coloro che avevano sottoscritto le obbligazioni e quindi, in sostanza, chi alla fine si dovrà fare carico di questa situazione debitoria.

VEGAS, *sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze*. In base alla norma inserita nel cosiddetto decreto «milleproroghe», purtroppo tutto questo tornerà nel circuito della finanza pubblica. Oltre a questo vi è il problema sia di evitare impatti ai fini del rispetto del Trattato di Maastricht, sia della difficile collocazione di questi immobili.

PRESIDENTE. Spero che qualche collega dell'attuale opposizione, allora maggioranza, apprezzi alcuni interventi effettuati in materia di agevolazioni fiscali concesse due anni fa alle società di investimento immobiliare quotate in borsa.

MUSI (PD). Le ricordo, però, che la legislazione cui si fa riferimento risale al 2002.

PRESIDENTE. No.

BARBOLINI (PD). Signor Presidente, non mi costringa a citare in dettaglio la relazione della Corte dei conti sulle cartolarizzazioni!

PRESIDENTE. Infatti, il tema non c'entra con l'argomento in discussione, i derivati sono una operazione successiva.

MUSI (PD). I derivati nascono da operazioni incentivate previste nel 2002.

BARBOLINI (PD). Dovremmo dedicare una seduta alla lettura di quella relazione della Corte dei conti, che anche il sottosegretario Vegas ricorderà, avendo partecipato ad alcune audizioni.

PRESIDENTE. Ricordo che le suddette società venivano definite SIIQ, ovvero società di investimento immobiliare quotate in borsa.

Ringrazio il sottosegretario Vegas per il suo contributo e dichiaro concluse le audizioni odierne.

Rinvio il seguito dell'indagine conoscitiva in titolo ad altra seduta.

I lavori terminano alle ore 16,10.

