

**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, 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. 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.

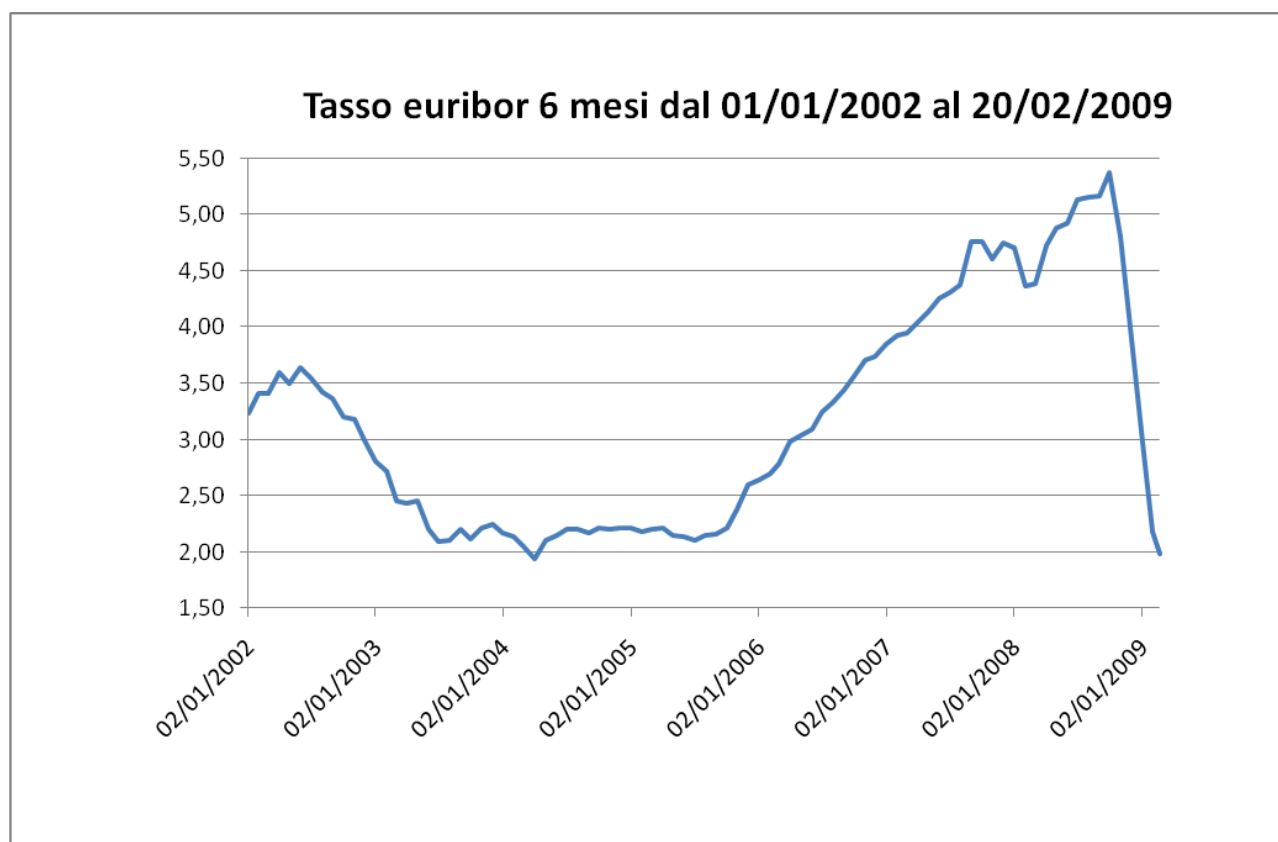
Le norme sui derivati introdotte a partire dalla legge finanziaria per il 2002 miravano alla delimitazione del perimetro di azione dell'attività degli enti locali - per le regioni, infatti, la norma è di tipo c.d. "cedevole", potendo le regioni derogarvi in qualsiasi momento con una propria regolamentazione - 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 distorsivo 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 interessati<sup>1</sup>, 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.

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.

---

<sup>1</sup> 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.

\* \* \*

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 prudentiale 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.<sup>2</sup> 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 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

---

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

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 dati<sup>3</sup>

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 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

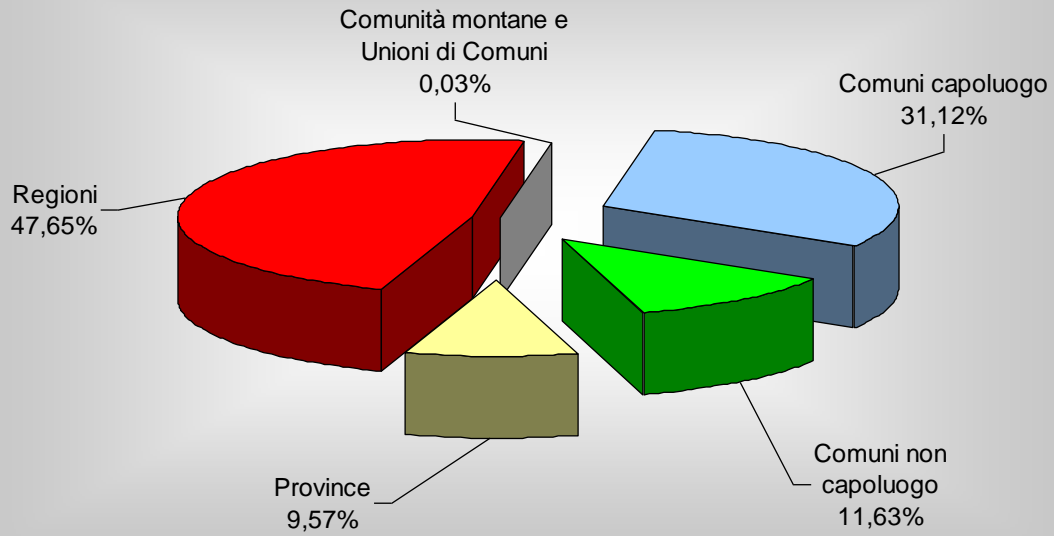
---

<sup>3</sup> 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.

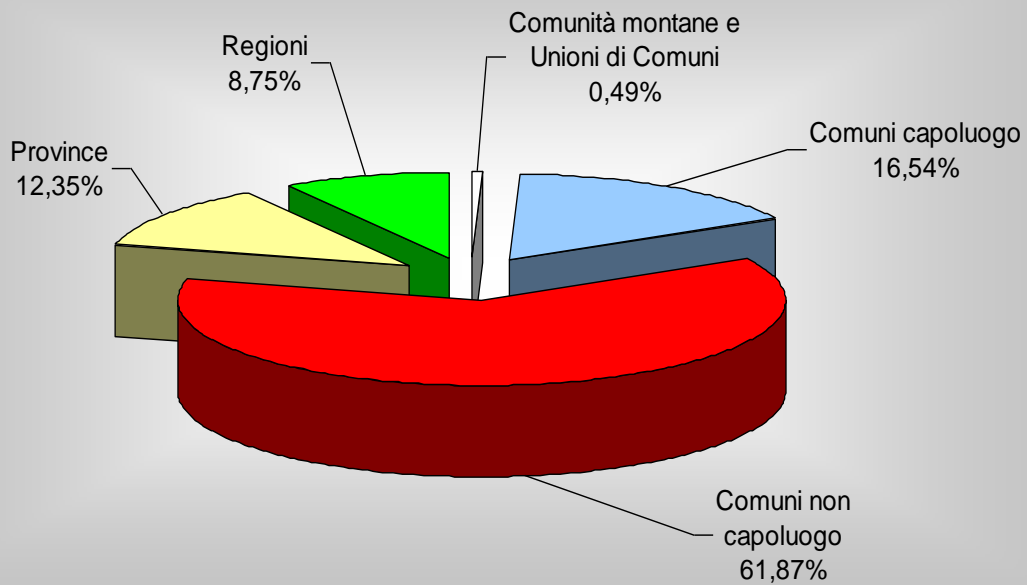
21,2% del totale) ed infine un piccolo importo residuale relativo a comunità montane ed unioni di comuni (0,1%).

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.

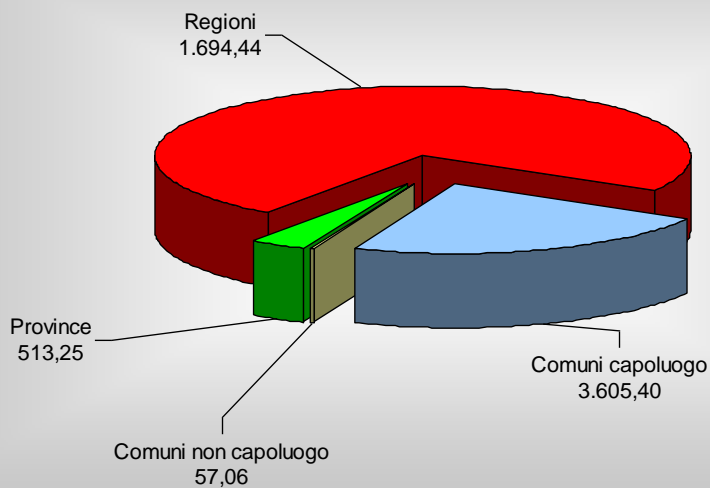
### Percentuale del nozionale totale per tipologia di ente



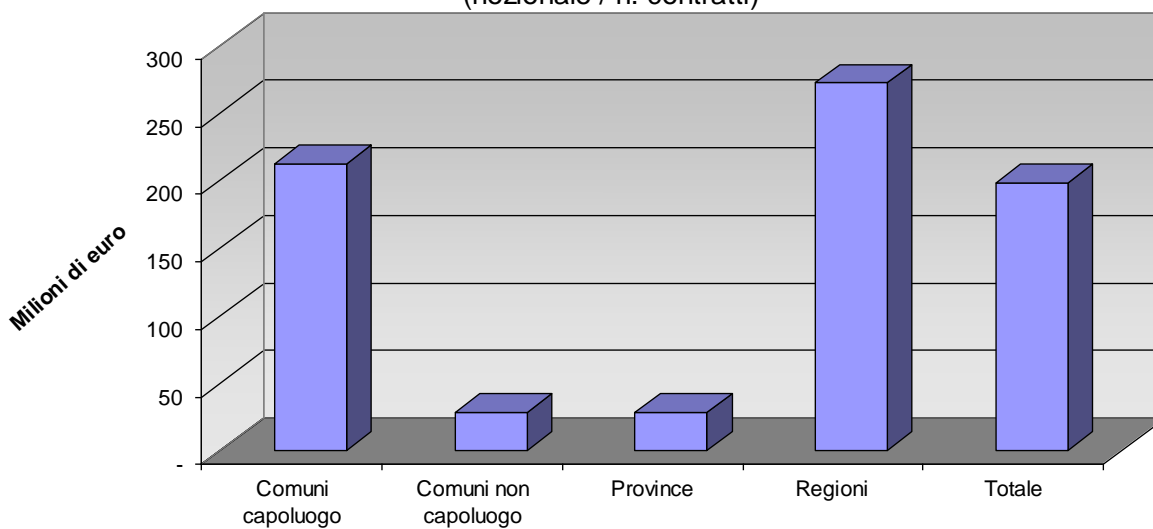
### Percentuale dei contratti per tipologia di ente



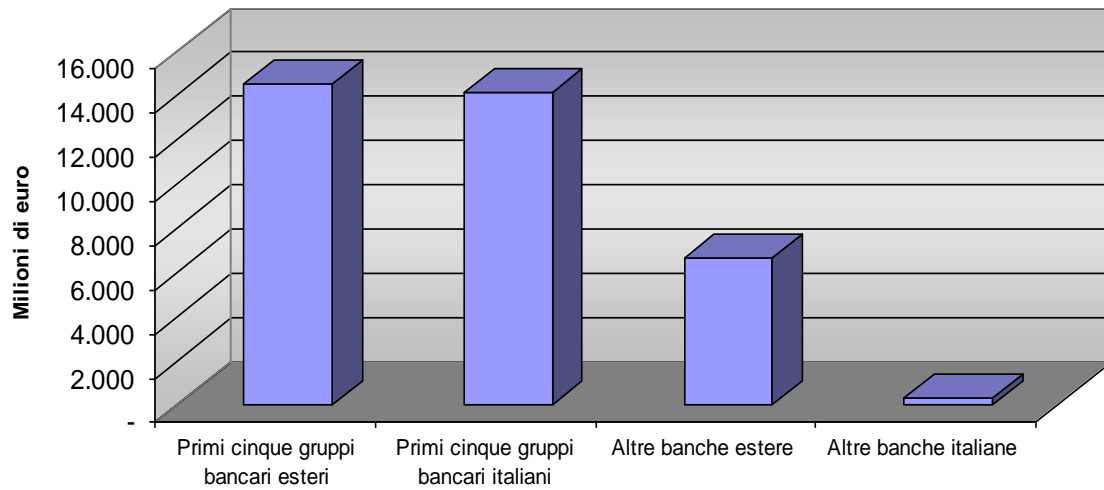
### Nozionale degli swap di ammortamento per tipologia di ente (dati in milioni di euro)



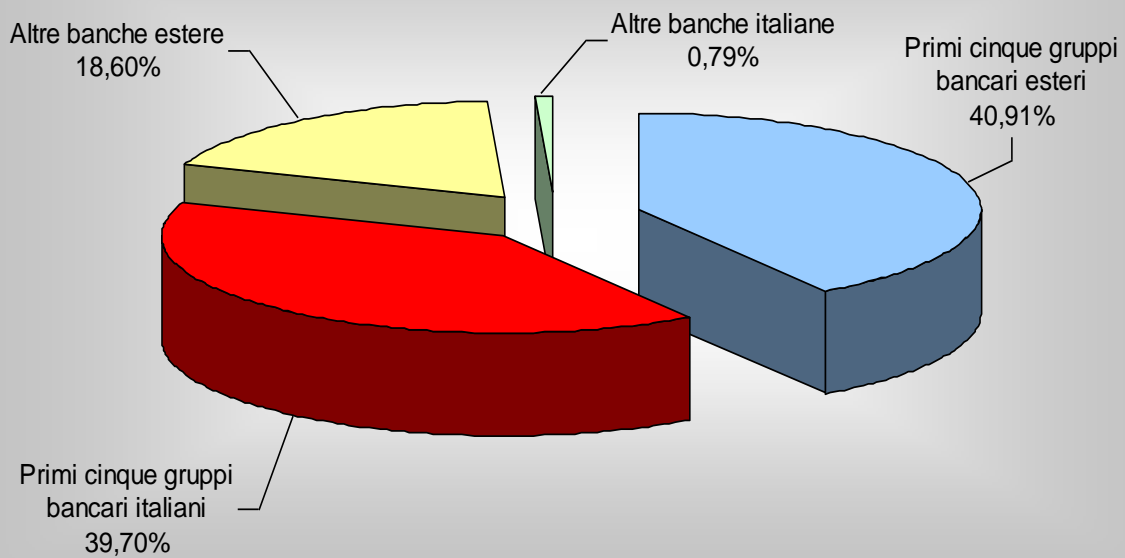
### Nozionale medio degli swap di ammortamento per tipologia di ente (nozionale / n. contratti)



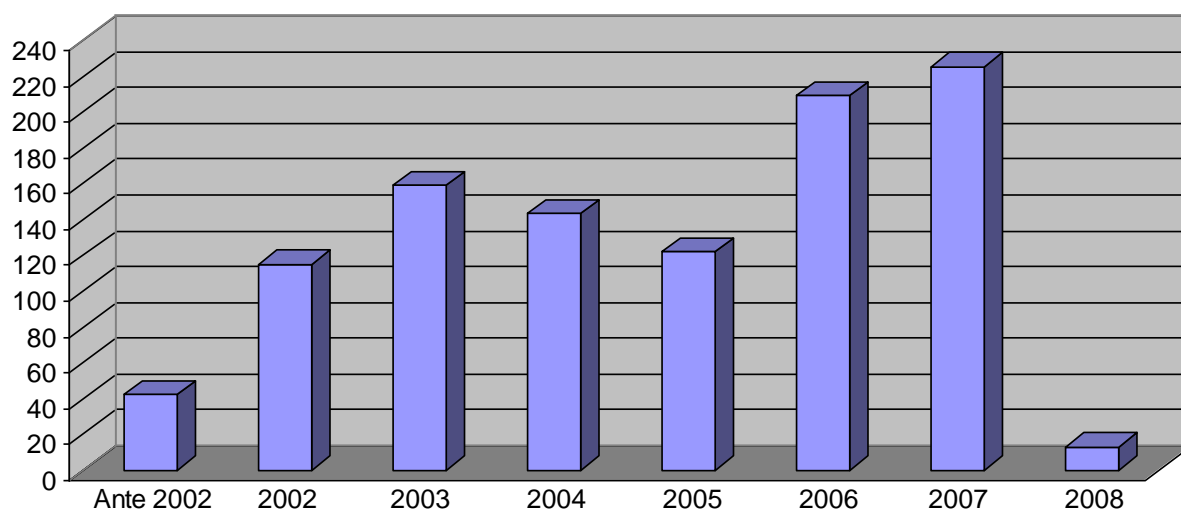
### Capitale nozionale per tipo di controparti



### 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
<b>Nozionale medio complessivo</b>	<b>34.486.040,96</b>	<b>58.889.784,23</b>

## 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**

		<b>EFFETTO A RIDUZIONE:</b>		
<b>ANNO</b>	<b>OPERAZIONI</b>	<b>DEBITO</b>	<b>INDEBITAMENTO NETTO</b>	<b>RICAVO</b>
<b>1999</b>	<i>INPS 1</i>	0	0	4.647.055.000
<b>2000</b>	<i>INAIL</i>	0	0	1.348.000.000
<b>2001</b>	<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
<b>2002</b>	<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
<b>2003</b>	<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
<b>2004</b>	<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
<b>2005</b>	<i>INPS 6</i>	4.999.211.001	0	4.999.211.001
<b>Totale generale</b>		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.

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
<b>2003</b>						
Regione Sicilia	785.384.947	523.589.965	436.324.971	349.059.976	0	Ottobre 2002
<b>2004</b>						
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
<b>2005</b>						
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
<b>2006</b>						
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
<b>2007</b>						
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
<b>Totale Cartolarizzazioni</b>	<b>14.449.024.121</b>	<b>5.650.388.561</b>	<b>11.861.884.040</b>	<b>9.298.201.842</b>	<b>4.796.045.818</b>	
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	
<b>Totale debiti Sanitari</b>	<b>16.154.634.132</b>	<b>6.123.708.414</b>	<b>13.251.315.334</b>	<b>10.618.201.278</b>	<b>5.505.212.229</b>	

## 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.