



Ministero
dell'Economia
e delle Finanze

Dr.ssa Maria Cannata

Audizione:

Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati

Camera dei Deputati

VI Commissione Finanze

Roma, 10 febbraio 2015

.....

3. ATTIVITA' IN DERIVATI DEGLI ENTI TERRITORIALI

L'utilizzo degli strumenti derivati nell'ambito della gestione del debito di regioni ed enti locali è stato oggetto, negli ultimi venti anni, di una ragguardevole produzione normativa.

Le prime disposizioni in tema di operatività in derivati delle amministrazioni territoriali sono state emanate nel 1996 e riguardavano i prestiti obbligazionari in valuta estera. In particolare l'articolo 2 del D.M. n. 420 del 1996 stabiliva che per la copertura del rischio di cambio tutti i prestiti in valuta estera dovevano essere accompagnati, al momento dell'emissione, da una corrispondente operazione di swap.

Nel 2002 l'articolo 41 della legge finanziaria ha previsto la possibilità, per gli enti territoriali, di emettere titoli obbligazionari cosiddetti "*bullet*" (vale a dire con rimborso in unica soluzione alla scadenza), previa costituzione di un fondo di ammortamento del debito o previa conclusione di uno *swap* per l'ammortamento del debito. La relativa disciplina di dettaglio veniva poi affidata ad apposito regolamento.

In attuazione dell'articolo 41, il 4 febbraio 2004 è entrato in vigore il D.M. n. 389 del 2003, che disciplinava l'accesso delle amministrazioni territoriali al mercato dei capitali. Il regolamento individuava inoltre le tipologie di strumenti derivati consentiti, ammettendo soltanto quelle più semplici, ritenendole coerenti con una strategia di gestione del debito mirata alla protezione dai 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.

La percezione che il quadro normativo sopra delineato, sebbene 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, che all'articolo 1, comma 737, ha posto, a carico delle amministrazioni territoriali, l'obbligo di comunicare ex ante al Ministero dell'Economia e delle Finanze le operazioni in strumenti derivati, pena l'inefficacia dei contratti, e ha trasformato in obbligo la facoltà, già esistente in capo al Ministero, di segnalare alla Corte dei Conti le operazioni poste in essere in violazione della normativa vigente.

Con la legge finanziaria per il 2008 (articolo 1, commi da 381 a 384), si è voluta introdurre una maggiore trasparenza nella stipula dei contratti derivati e una maggiore consapevolezza circa le possibili conseguenze di tali strumenti sul bilancio degli enti.

A partire dal 25 giugno 2008, è stata disposta una sospensione temporanea all'attività in derivati di regioni ed enti locali ai sensi del decreto-legge n. 112 del 2008, il cui articolo 62 vietava la sottoscrizione di nuovi contratti, in attesa che venisse emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze un nuovo regolamento che individuasse le tipologie di strumenti derivati ammessi, in sostituzione di quelle già previste dal DM n. 389 del 2003. È stato anche introdotto il divieto di emettere titoli obbligazionari o altre passività *bullet* ed è stata fissata a trenta anni la durata massima per tutte le forme di indebitamento di regioni ed enti locali.

Il regolamento di cui all'articolo 62 avrebbe dovuto essere emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob. Tuttavia, il diverso orientamento circa l'approccio da seguire nella sua stesura tra il Tesoro da un lato (più orientato verso un'analisi di sensitività) e Banca d'Italia e Consob dall'altro (più orientate verso schemi basati su scenari probabilistici) ha generato una sostanziale situazione di *impasse* normativa. Tuttavia, proprio in conseguenza del blocco provvisorio, a partire dalla seconda metà del 2008 si è assistito a un sensibile contenimento della operatività in derivati da parte degli enti territoriali. Ciò è avvenuto non solo grazie al naturale scadere di molti contratti, ma anche e soprattutto per effetto delle continue estinzioni anticipate delle posizioni

esistenti. D'altronde, la situazione congiunturale degli ultimi anni, caratterizzata da elevata turbolenza e volatilità dei parametri finanziari nonché dall'esplosione del rischio di controparte, non era particolarmente indicata per riaprire questo tipo di mercato. Per queste ragioni, si era via via affermata all'interno del Tesoro la consapevolezza dell'opportunità di una norma primaria che vietasse definitivamente l'attività in derivati di regioni ed enti locali. In questo modo si sarebbe consolidato il progressivo riassorbimento del fenomeno.

Effettivamente poi, in occasione della predisposizione della legge di stabilità per il 2014, il legislatore rese definitivo il divieto di stipulare contratti derivati, introdotto temporaneamente dall'articolo 62 del decreto-legge 112 del 2008.

Attualmente, in base alla vigente formulazione dell'articolo 62 del decreto-legge n. 112 del 2008, come da ultimo modificato dalla legge di stabilità per il 2014 (articolo 1, comma 572, della legge n. 147 del 2013), regioni ed enti locali possono solamente:

- estinguere anticipatamente i contratti derivati da essi detenuti;
- riassegnare i medesimi contratti a controparti diverse dalle originarie (cosiddette "novazioni soggettive") senza che vengano modificati i termini e le condizioni finanziarie dei contratti riassegnati;
- ristrutturare i contratti derivati a seguito di modifica della passività sottostante, esclusivamente nella forma di operazioni prive di componenti opzionali e volte alla trasformazione da tasso fisso a variabile o viceversa e con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura;
- perfezionare contratti di finanziamento che includono l'acquisto di *cap* da parte dell'ente, cioè di un'opzione che protegga l'ente dal rialzo dei tassi su mutui stipulati a tasso variabile.

Infine, dal 24 aprile 2014 è in vigore il decreto-legge n. 66 del 2014 (convertito con modificazioni dalla legge n. 89 del 2014) il cui articolo 45 prevede, a determinate condizioni, la possibilità per le Regioni di ristrutturare parte del loro debito, al fine di ridurre la spesa per interessi e di semplificare le posizioni in derivati.

Di seguito si ripercorrono le tappe dell'evoluzione normativa in tema di derivati degli enti territoriali, fin qui brevemente delineate, fornendo in conclusione alcuni dati sul fenomeno, con riferimento al numero di amministrazioni interessate e di contratti detenuti, al capitale nozionale iniziale, alle controparti bancarie italiane ed estere, ai contratti estinti e scaduti e alla serie storica del fenomeno dal 1997 ad oggi.

Prime disposizioni in tema di derivati degli enti territoriali (articolo 2 del DM 420/1996). In una fase iniziale, la 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.

Al riguardo, l'articolo 2 del D.M. 5 luglio 1996, n. 420, "Regolamento recante norme per l'emissione di titoli obbligazionari da parte degli enti locali", nel dare attuazione all'articolo 35 della legge finanziaria per il 1995 (legge 23 dicembre 1994, n. 724), stabiliva che, per la copertura del rischio di cambio, tutti i prestiti in valuta estera dovevano essere accompagnati, al momento dell'emissione, da una corrispondente operazione di *swap* e che l'operazione di *swap* doveva essere effettuata da intermediari di provata affidabilità ed esperienza nel settore, con riferimento anche alla valutazione assegnata agli intermediari medesimi dalle maggiori agenzie di rating.

Il D.M. n. 420 del 1996 ha, inoltre, delineato la prima forma di monitoraggio da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze sulle emissioni degli enti territoriali sui mercati esteri, in quanto prevedeva che venissero inviate alla Direzione Generale del Tesoro due comunicazioni – una preventiva ed una successiva – dei dati anagrafici e finanziari di tali emissioni.

Legge finanziaria per il 2002 (articolo 41 della legge 448/2001). Le norme sui derivati introdotte a partire dalla legge finanziaria per il 2002 (articolo 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448) miravano a:

- rendere ordinato l'accesso degli enti territoriali al mercato dei capitali;
- consentire alle amministrazioni di collocare titoli obbligazionari con rimborso unico a scadenza;
- delimitare il perimetro di azione dell'attività in derivati delle amministrazioni attraverso apposito regolamento (DM n. 389 del 2003).

Considerato il grande numero di amministrazioni interessate (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), 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 poteva determinare un affollamento di emissioni, con possibile peggioramento delle singole condizioni di finanziamento. Tale consapevolezza ha portato, con l'articolo 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 l'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 *tranche* successive dello stesso titolo, e rimuovendo l'obbligo della struttura *amortising*. La logica sottostante alla previgente limitazione alla struttura *amortising* aveva l'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* che, per il bilancio dell'ente, rendesse equivalente il profilo dei pagamenti con le due possibili strutture: *amortising* o *bullet*. L'articolo 41, consentendo agli enti territoriali di collocare titoli obbligazionari con la struttura del rimborso unico a scadenza, mirava a far conseguire risparmi in termini di costo del debito rispetto al collocamento di titoli con "ammortamento a quote" perché, su questi ultimi, il mercato era 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 costituire un fondo per l'ammortamento del debito, tale 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.

Purtroppo, nei fatti, si è constatato che l'emissione *bullet* non ha 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. È per tale ragione che l'articolo 3 della legge finanziaria per il

2009 ha ripristinato l'obbligo per gli enti territoriali di emettere solo titoli con strutture *amortising*.

D.M. n. 389 del 2003. L'articolo 41 della legge finanziaria per il 2002 affidava ad apposito regolamento il compito di selezionare la gamma di strumenti derivati utilizzabili da parte degli enti territoriali.

Al riguardo il D.M. 1° dicembre 2003, n. 389, individuava le operazioni in strumenti derivati che potevano essere concluse da regioni ed enti locali. Il regolamento prevedeva l'esplicito collegamento tra passività sottostanti effettivamente in essere ed operazioni derivate poste in essere per la copertura del rischio di cambio o di tasso, in modo tale da evitare esposizioni rischiose che non trovassero diretta corrispondenza nelle passività dell'ente.

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 qualche modo accrescere il profilo dei rischi – sia di mercato che di credito – assunti nella gestione del debito, laddove alla lettera f) dell'articolo 3 del regolamento si prevedevano 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 ammesse si limitavano 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 (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 dovevano essere effettuate nella forma cosiddetta "*plain vanilla*", vale a dire nella forma più semplice, priva di qualsiasi opzionalità che potesse esporre l'ente ad ulteriori rischi finanziari conseguenti a movimenti dei tassi di interesse; né erano ammessi strumenti derivati che contenevano leve o moltiplicatori dei parametri finanziari, come, ad esempio, pagare due 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 da parte delle amministrazioni, in quanto si riteneva che tali tipologie di operazioni dovessero essere unicamente finalizzate 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 (*up-front*), a sua volta non superiore all'ammontare di debito su cui veniva 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'articolo 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 venissero classificati come debito a tutti gli effetti.

Alla stessa finalità di limitare l'esposizione dell'ente al rischio, si ispirava, inoltre, la disposizione di cui all'articolo 3, comma 4, del D.M. n. 389 del 2003, che ribadiva il requisito dell'adeguato merito di credito (*rating*) degli intermediari controparti dei contratti derivati e introduceva l'indicazione di suddividere tra più controparti il totale delle operazioni poste in essere oltre l'ammontare complessivo di 100 milioni di euro.

Legge finanziaria per il 2007 (articolo 1, commi da 736 a 739). 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 (legge 27 dicembre 2006, n. 296) che ha introdotto ulteriori disposizioni in merito all'operatività in strumenti derivati di regioni ed enti locali.

In particolare, il comma 736 ribadiva alcuni principi cui gli enti dovevano attenersi nell'attività amministrativa finalizzata alla gestione del proprio debito tramite operazioni in strumenti derivati. Le linee guida che si evincono dalla norma erano:

- conferire maggiore solidità al bilancio degli enti attraverso il contenimento del costo finale delle operazioni in derivati, da valutarsi in relazione all'esposizione ai rischi di mercato assunti con le stesse operazioni poste in essere;
- assicurare la corrispondenza tra il nominale della passività e quello della posizione in strumenti derivati di copertura;

- ricercare un contenimento dei rischi di credito assunti, attraverso la verifica da parte dell'ente del merito di credito delle controparti con cui concludere operazioni in strumenti derivati.

Il comma 737 è stato introdotto al fine di porre, almeno parzialmente, rimedio alla debolezza delle norme contenute nel testo originario dell'articolo 41 della legge finanziaria per il 2002, derivante dall'assenza di una sanzione in caso di inadempimento da parte degli enti destinatari delle stesse. A questo scopo il comma 737 aggiungeva all'articolo 41 due nuovi commi: il comma 2-bis e il comma 2-ter.

Il comma 2-bis stabiliva che gli enti contraenti al momento della chiusura delle singole operazioni e prima della sottoscrizione dei contratti stessi, dovevano essere in possesso di tutta la documentazione contrattuale relativa a ciascuna transazione e trasmetterla al Dipartimento del Tesoro. Tale trasmissione era elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti.

Il comma 2-ter trasformava 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 competenza della magistratura contabile.

Legge finanziaria per il 2008 (articolo 1, commi da 381 a 384). Nel 2008 è emanata 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 compiuto dalla legge finanziaria per il 2008 (articolo 1, commi da 381 a 384, della legge 24 dicembre 2007, n. 244), con il quale è stato introdotto un generale obbligo di trasparenza nella stipula dei contratti di strumenti finanziari derivati e di consapevolezza circa le loro possibili conseguenze sul bilancio degli enti.

I contratti di strumenti finanziari derivati, sottoscritti da regioni ed enti locali, dovevano essere informati alla massima trasparenza (comma 381).

Era previsto l'obbligo, in capo alle parti contraenti, di integrare i contratti con una documentazione contenente una serie di informazioni – da definirsi in sede di successiva regolamentazione – sulle condizioni finanziarie vigenti al momento della stipula (comma 382).

Gli enti erano tenuti ad attestare la propria conoscenza delle caratteristiche e dei rischi delle operazioni concretamente poste in essere e a quantificare, in una apposita nota allegata al bilancio, gli oneri e gli impegni derivanti dai contratti (comma 383).

Ai commi 382 e 383 veniva fornita una protezione sanzionatoria consistente nella nullità dei contratti in caso di violazione (comma 384).

La logica sottostante a queste disposizioni è piuttosto evidente: l'utilizzo degli strumenti derivati doveva essere parte di una consapevole strategia di gestione del debito delle amministrazioni. Per poter decidere lucidamente sulla opportunità di concludere o meno un contratto, un amministratore pubblico doveva avere una visione chiara e precisa dello strumento derivato che intendeva adottare: delle sue caratteristiche, dei rischi connessi con l'influenza che i parametri di mercato hanno sulle componenti del prodotto stesso, dei suoi effetti sulle posizioni di debito e sul bilancio in generale. La stessa consapevolezza doveva essere mantenuta nel corso della vita del contratto, al fine di verificare l'efficacia della strategia in base alle mutate condizioni di mercato.

Divieto provvisorio in tema di operatività in derivati (art. 62 del D.L. 112/2008).

Nel corso del 2008, il contenuto normativo dei commi da 381 a 384 della legge finanziaria per il 2008 è stato ripreso, ampliato ed armonizzato, con una serie di

norme sul debito degli enti territoriali, ed il nuovo testo è confluito nell'articolo 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 originario dell'articolo 62 emendava l'ordinamento in materia di indebitamento degli enti, abrogando la norma che consentiva l'emissione di titoli con rimborso unico alla scadenza per tornare alla preesistente situazione in cui anche per le emissioni obbligazionarie era obbligatorio il piano di ammortamento di capitale ed interessi e limitando la durata massima dei piani di ammortamento (sia di emissioni che di altri strumenti di debito) a trenta anni. Bloccava temporaneamente la stipula di nuovi contratti di strumenti finanziari derivati, in attesa della nuova regolamentazione che definisse 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, era comunque operativo per un anno a decorrere dalla data di entrata in vigore del decreto-legge (25 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 commi. 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 (cosiddetto "*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 commi contenenti disposizioni sull'indebitamento, di carattere permanente, da quelli che regolano l'attività in strumenti derivati.

Sotto un profilo squisitamente contenutistico, l'articolo 62, nel testo modificato dalla legge finanziaria per il 2009, confermava 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 rappresentavano più efficaci operazioni di copertura. La norma stabiliva inoltre – recuperando ed ampliando il contenuto dei commi 381 e seguenti della legge finanziaria per il 2008 – che, pena la nullità del contratto, le operazioni in derivati, stipulate successivamente alla sua entrata in vigore, dovevano 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 poteva essere fatta valere esclusivamente dagli enti.

Veniva prevista anche 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.

Schema di regolamento previsto dall'articolo 62 del decreto-legge n. 112 del 2008. L'articolo 62 del decreto-legge n. 112 del 2008 demandava ad uno o più regolamenti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, da adottarsi sentite la Banca d'Italia e la Consob, il compito di individuare le tipologie di contratti derivati che gli enti potevano concludere, in modo da consentire al legislatore di operare una riflessione rispetto alle indicazioni fornite nel 2003 con il DM n. 389.

Nei primi mesi del 2009 è stato quindi istituito un gruppo di lavoro congiunto tra Dipartimento del Tesoro, Banca d'Italia e Consob per l'elaborazione di una bozza di decreto avente natura regolamentare, finalizzato a definire il set informativo per garantire adeguata trasparenza alla specifica contrattualistica. In tale ambito, si è subito evidenziato un diverso approccio tecnico all'argomento: l'uno più in linea con

le modalità di analisi tipiche degli operatori del mercato finanziario (Tesoro), l'altro più attento alle problematiche delle autorità di vigilanza (Consob e Banca d'Italia).

Con lo scopo di approfondire tali aspetti e di ricevere indicazioni dai principali fruitori della futura normativa, il 22 settembre 2009 è stata posta in consultazione pubblica, sul sito del Tesoro, una prima bozza del regolamento. Tale bozza si basava sostanzialmente sulla metodologia "probabilistica" elaborata dall'ufficio studi Consob e condivisa dalla Banca d'Italia. Su tale approccio probabilistico hanno espresso i propri rilievi critici l'ANCI, l'UPI, il Centro Servizi Finanza e Investimenti Enti Locali dell'Emilia Romagna e associazioni di categoria di consulenti indipendenti, oltre che la Cassa Depositi e Prestiti e l'Associazione Bancaria Italiana. Le principali osservazioni critiche riguardavano:

- l'eccessiva dipendenza dalle condizioni iniziali di mercato degli scenari previsivi su cui si fondava l'impostazione probabilistica;

- il fatto che la metodologia probabilistica produceva come *output* unicamente una tabella di probabilità di performance dello *swap* a scadenza, sottostimando gli effetti durante la vita del medesimo;

- l'assenza di indicazioni sull'evoluzione annuale dei pagamenti dei flussi di pagamento, di grande interesse per gli amministratori locali.

A fine 2009, sulla base delle critiche pervenute, si è avviata un'attività di revisione della bozza di regolamento, tenendo conto delle osservazioni pervenute nella consultazione pubblica.

Il 22 marzo 2011 il Tesoro ha presentato a Banca d'Italia e Consob una nuova versione del regolamento, che, ai fini dell'informativa sui rischi, adottava un approccio metodologico basato sull'analisi di sensitività, in sostituzione di quello precedente basato sugli scenari di probabilità, tenendo conto delle osservazioni pervenute in sede di consultazione.

Il 14 aprile 2011 la Banca d'Italia ha inviato al Tesoro i propri commenti all'ultima versione del regolamento, evidenziando che “sarebbe opportuno affiancare allo schema di sensitività uno schema – anche semplificato – di tipo probabilistico, che si continua a ritenere indispensabile strumento decisionale per l'ente”.

Il 4 maggio 2011 anche la Consob ha trasmesso al Tesoro i propri commenti all'ultima versione del regolamento, sottolineando che “posto che si tratta di atti regolamentari di competenza del Ministero dell'economia e delle finanze, in merito alla sostituzione degli indicatori di natura probabilistica con indicatori di sensitività si prende atto della scelta operata, ricordando le considerazioni svolte dalla Commissione in occasione dell'emanazione della prima bozza di regolamento.”

Il tentativo di includere entrambe le metodologie nel testo del decreto si è però rivelato, nei fatti, proibitivo, in quanto le technicalità, già molto pronunciate, si sarebbero ulteriormente complicate, rendendo la norma troppo difficile da interpretare da parte degli amministratori.

Si è venuta così a generare una sostanziale situazione di *impasse* normativa. Tuttavia, proprio in conseguenza del blocco alla stipula di nuove operazioni derivate, si è assistito a partire dalla seconda metà del 2008 a un considerevole contenimento di tale operatività da parte degli enti territoriali. Ciò è avvenuto non solo grazie al naturale scadere di molti contratti, ma anche e soprattutto per effetto delle continue estinzioni anticipate delle posizioni aventi scadenza nel medio-lungo termine.

Divieto definitivo (art. 1, comma 572, della legge di stabilità per il 2014). La scelta di inibire definitivamente l'operatività in derivati degli enti territoriali, consentendo in pratica la sola estinzione anticipata delle posizioni già in essere, è stata compiuta in occasione della predisposizione della legge di stabilità per il 2014 (articolo 1, comma 572, della legge 147 del 2013).

Nello specifico, con l'intervento normativo in parola, è stato abrogato il comma 3 dell'articolo 62 del decreto-legge 112 del 2008 che affidava al Ministro dell'economia e delle finanze il compito di emanare - sentite la Banca d'Italia e la Consob - uno o più regolamenti per individuare le tipologie ammesse di contratti derivati, nonché le componenti derivate, implicite o esplicite, contenute nei contratti di finanziamento.

Nella sua attuale formulazione, l'articolo 62 del decreto-legge 112 del 2008 vieta alle amministrazioni territoriali di stipulare nuovi contratti derivati, di rinegoziare quelli esistenti e di sottoscrivere contratti di finanziamento che includono componenti derivate. La norma prevede inoltre una serie di deroghe al divieto, finalizzate a concedere alle amministrazioni territoriali la possibilità di gestire le posizioni esistenti. In particolare dal blocco sono esclusi: le estinzioni anticipate totali dei contratti derivati; le riassegnazioni dei medesimi contratti a controparti diverse dalle originarie (cosiddette "novazioni soggettive") senza che vengano modificati i termini e le condizioni finanziarie dei contratti riassegnati; la possibilità di ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività sottostante, esclusivamente nella forma di operazioni prive di componenti opzionali e volte alla trasformazione da tasso fisso a variabile o viceversa e con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura; il perfezionamento di contratti di finanziamento che includono l'acquisto di cap da parte dell'ente.

Dal divieto è altresì esclusa la facoltà per gli enti di procedere alla cancellazione, dai contratti esistenti, di eventuali clausole per la risoluzione anticipata del derivato (cosiddetta "*early termination*"), nonché la facoltà per gli enti di procedere alla cancellazione, dai contratti esistenti, di eventuali componenti opzionali.

Alle amministrazioni territoriali viene fatto divieto anche di emettere titoli obbligazionari o altre passività in valuta estera, al fine di evitare che siano tenute a coprirsi dal rischio di cambio attraverso la stipula di *swap* di valuta.

Ristrutturazione del debito delle Regioni (art. 45 del DL 66/2014). Il 24 aprile 2014 è entrato in vigore il decreto-legge 24 aprile 2014, n. 66, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 giugno 2014, n. 89, concernente misure urgenti per la competitività e la giustizia sociale, il cui articolo 45 prevede la possibilità per le regioni di procedere alla ristrutturazione di parte del loro debito al fine di ridurre la rata annuale che esse destinano al servizio di tale debito.

In particolare, il comma 1 dell'articolo 45 autorizza il Ministero dell'Economia e delle Finanze ad effettuare la ristrutturazione dei mutui contratti dalle regioni ed aventi come controparte il MEF, nonché i mutui gestiti dalla Cassa Depositi e Prestiti per conto del MEF, che al 31 dicembre 2013 presentino vita residua pari o superiore a 5 anni e debito residuo superiore a 20 milioni di euro.

Il comma 2 del medesimo articolo 45 stabilisce che le regioni possono riacquistare i titoli obbligazionari da esse emessi che al 31 dicembre 2013 presentino vita residua pari o superiore a 5 anni e valore nominale pari o superiore a 250 milioni di euro.

Con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 10 luglio 2014 (pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 160 del 12 luglio) sono state individuate le operazioni di indebitamento (mutui e titoli obbligazionari) ammesse alla ristrutturazione, sulla scorta delle richieste pervenute al Dipartimento del Tesoro da parte di nove regioni: Abruzzo, Campania, Lazio, Liguria, Lombardia, Marche, Piemonte, Puglia e Sicilia.

Il comma 13 dell'articolo 45 dispone che, qualora i titoli oggetto di riacquisto o i mutui oggetto di rinegoziazione rappresentino il sottostante di operazioni in strumenti derivati, le regioni sono obbligate alla contestuale estinzione anticipata degli stessi.

Dati sul fenomeno.

Il quadro normativo sopra delineato interviene su un fenomeno, quello dei derivati delle amministrazioni territoriali, che già da qualche anno si contraddistingue per un notevole ridimensionamento, così come si evince dai dati di sintesi elaborati sulla base del monitoraggio effettuato dal Dipartimento del Tesoro e contenuti nelle tre tabelle allegate.

In base alla documentazione trasmessa dagli enti interessati, alla data del 31 dicembre 2014 risultano censiti 433 contratti derivati detenuti da 216 enti, per un nozionale iniziale (al momento della stipula) di circa 24,767 miliardi di euro.

Circa il 61% del nozionale complessivo oggetto di operazioni derivate risulta essere stipulato con controparti estere, mentre il restante 39% si riferisce ad operazioni con banche italiane o filiazioni italiane di intermediari esteri (soggette comunque a normativa di vigilanza nazionale).

Se si analizza il fenomeno dal punto di vista delle categorie di enti in possesso di strumenti derivati, le regioni si caratterizzano come i soggetti più rilevanti con circa 14,915 miliardi complessivamente stipulati (60% del nozionale complessivo), a dimostrazione che la gran parte delle grandezze censite si riferisce ad un ristretto numero di enti. Seguono poi 30 comuni capoluogo con 5,988 miliardi (24% del nozionale), 32 province con 2,415 miliardi (10%), 137 comuni non capoluogo con 1,449 miliardi (6%).

Infine, dai dati raccolti emerge che anche nel 2014 prosegue la tendenza alla cancellazione delle operazioni derivate, in quanto nell'anno appena trascorso sono stati estinti 16 contratti per un nozionale complessivo di 1,253 miliardi, a cui vanno aggiunti 20 contratti giunti a scadenza naturale con un nozionale di circa 245,6 milioni. Più in generale, si segnala che dal 2008, da quando cioè è stato introdotto per regioni ed enti locali il divieto di sottoscrivere strumenti finanziari derivati, risultano scaduti o estinti anticipatamente 947 contratti di *swap* con un nozionale iniziale

complessivamente cancellato di circa 16,2 miliardi. Tale riduzione dell'attività in derivati delle amministrazioni territoriali è evidenziata anche dalla serie storica ricostruita dal 1997 ad oggi, dove si evince che la massima dimensione del fenomeno è stata raggiunta nel 2007 con 798 enti interessati e 1.333 contratti. Dopo quell'anno si osserva una costante diminuzione in termini di numerosità sia degli enti che dei contratti.