



CORTE DEI CONTI

SEZIONE REGIONALE DI CONTROLLO

PER IL VENETO

**INDAGINE SUL FENOMENO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI
DERIVATI NELLE PROVINCE E NEI COMUNI DEL VENETO**

PRESIDENTE COORDINATORE

Pres. Bruno Prota

MAGISTRATO ISTRUTTORE E RELATORE

Ref. Daniela Morgante

ANALISI FINANZIARIA, TABELLE E GRAFICI

Dott. Luca Bovolato
Dott. Luca Castellaro

EDITING

Dott. Luca Bovolato

INDICE

Premessa	5
Sezione prima: il quadro normativo relativo all'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte di enti locali	
1. Gli strumenti finanziari derivati nel Testo unico della Finanza	9
2. L'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali nella gestione del debito. Il decreto ministeriale n. 420/1996	11
3. L'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali nella gestione del debito. L'art. 41 della Legge finanziaria 2002, il d.M. n. 389/2003 e la relativa Circolare esplicativa del 27 maggio 2004	12
4. L'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali nella gestione del debito. L'art. 1, commi 736 e 737 della Legge finanziaria 2007 e la relativa Circolare esplicativa del 31 gennaio 2007	26
5. L'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali nella gestione del debito. Gli abrogati commi 381-384 dell'art. 1 Legge finanziaria 2008	31
6. L'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali nella gestione del debito. L'art. 62 del d.l. n. 112/2008	33
7. L'utilizzo delle delegazioni di pagamento con riferimento alle operazioni finanziarie derivate	35
8. L'imputazione contabile e l'utilizzo dei flussi generati dagli strumenti finanziari derivati	37
Sezione seconda: risultanze istruttorie	
Premessa metodologica	43
1. Riferimenti demografici	43
2. L'indebitamento dei comuni e delle province oggetto di indagine	44
3. L'utilizzo degli strumenti finanziari derivati nella gestione del debito	44
4. Effetto dei derivati sulla struttura del tasso di interesse sull'esposizione debitoria sottostante	46
5. Tipologie di strumenti derivati utilizzati	50
6. Tipologie di strumenti derivati utilizzati. Le ristrutturazioni finanziarie degli enti maggiori	54
7. L'upfront	61
8. Il <i>mark to market</i> al momento dell'attivazione del contratto derivato	63
9. L'andamento del <i>mark to market</i>	68
10. L'estinzione anticipata dei contratti derivati	73
11. I flussi periodici generati dagli strumenti derivati	80
12. L'imputazione contabile e l'utilizzo dei flussi	82
13. La funzione degli strumenti derivati utilizzati	84
14. Il riparto delle decisioni tra i diversi livelli di governo e di amministrazione	87
15. Le procedure seguite per la selezione della controparte degli strumenti derivati	90
16. La dichiarazione di operatore qualificato. Le consulenze e i servizi valutativi, analitici e informativi inerenti all'operazione	94
17. Il rilascio della delegazione di pagamento	99
Considerazioni conclusive e di sintesi	101
Appendice: tabelle e grafici (in files excel separati)	

Premessa

Con deliberazione n. 1/2009/INPR del 13 gennaio 2009, di " *approvazione del programma di controllo sulla gestione anno 2009*" è stata deliberata l'effettuazione di una " *Indagine sul fenomeno degli strumenti derivati finanziari nelle Province e nei Comuni del Veneto*" (lett. B, punto 3).

Sotto il profilo procedimentale, la delibera ha fissato quali termini conclusivi dell'indagine il 15 e il 28 luglio 2010, rispettivamente per la stesura della relazione e per la relativa deliberazione collegiale di approvazione.

Con riguardo al metodo, la stessa ha previsto, in particolare, il confronto e il contraddittorio con le Amministrazioni interessate nonché, al fine di non aggravare gli adempimenti a carico dell'ente sottoposto a indagine, la possibilità di avvalersi di qualsiasi documento o elemento istruttorio di cui la Sezione già dispone in virtù dell'esercizio di altre funzioni di controllo. Ci si è pertanto avvalsi anche degli elementi istruttori acquisiti nell'esercizio delle funzioni di cui all'art. 1, commi 166 e seguenti¹, della legge 23 dicembre 2005, n. 266 (legge finanziaria per il 2006), con riferimento sia a quanto emergente dalle relazioni trasmesse mediante i questionari dagli organi di revisione economico-finanziaria degli Enti locali, sia a quanto appreso nel corso delle istruttorie eventualmente avviate in proposito, con particolare riguardo alla documentazione amministrativa e contrattuale acquisita e alle numerose audizioni svolte. Ulteriori dati e informazioni sono stati assunti mediante l'invio agli enti di un apposito questionario.

Dal punto di vista temporale, l'indagine ha avuto a oggetto gli anni a partire dal 2006. Sono stati quindi presi in considerazione gli esercizi più recenti al fine di poter consentire agli Enti di attingere alle informazioni quantitative già rese nei questionari ex art. 1, commi 166 e seguenti della legge finanziaria 2006, riducendo in tal modo gli adempimenti istruttori a carico dei medesimi e fornendo al tempo stesso un quadro aggiornato e nel contempo abbastanza ampio della situazione. Sempre in tale ottica, il suddetto riferimento temporale ha consentito di limitare

¹ 166. *Ai fini della tutela dell'unità economica della Repubblica e del coordinamento della finanza pubblica, gli organi degli enti locali di revisione economico-finanziaria trasmettono alle competenti sezioni regionali di controllo della Corte dei conti una relazione sul bilancio di previsione dell'esercizio di competenza e sul rendiconto dell'esercizio medesimo.*

167. *La Corte dei conti definisce unitariamente criteri e linee guida cui debbono attenersi gli organi degli enti locali di revisione economico-finanziaria nella predisposizione della relazione di cui al comma 166, che, in ogni caso, deve dare conto del rispetto degli obiettivi annuali posti dal patto di stabilità interno, dell'osservanza del vincolo previsto in materia di indebitamento dall'articolo 119, ultimo comma, della Costituzione, e di ogni grave irregolarità contabile e finanziaria in ordine alle quali l'amministrazione non abbia adottato le misure correttive segnalate dall'organo di revisione.*

168. *Le sezioni regionali di controllo della Corte dei conti, qualora accertino, anche sulla base delle relazioni di cui al comma 166, comportamenti difformi dalla sana gestione finanziaria o il mancato rispetto degli obiettivi posti con il patto, adottano specifica pronuncia e vigilano sull'adozione da parte dell'ente locale delle necessarie misure correttive e sul rispetto dei vincoli e limitazioni posti in caso di mancato rispetto delle regole del patto di stabilità interno.*

[...]

l'invio della richiesta istruttoria ai soli Enti che risultavano, in base agli esiti dei predetti questionari ex commi 166 e segg., avere o aver avuto in essere operazioni di finanza derivata. Le suddette esigenze metodologiche sono poi alla base della limitazione dell'indagine ai soli enti locali destinatari dei questionari ex commi 166 e segg., senza tenere in conto i soggetti ed organismi dagli stessi partecipati (es. società, consorzi, unioni di comuni).

In tale ambito, il questionario è stato quindi inviato ai 67 enti locali del Veneto che risultavano dai questionari ex commi 166 e seguenti aver stipulato contratti di finanza derivata. Per ragioni di trattamento sistematico e omogeneo dei dati, la richiesta istruttoria è stata formulata anche nei confronti dei Comuni già destinatari di pronuncia specifica in materia di derivati.

Quanto alla struttura della relazione, essa si compone di una Parte I nella quale viene illustrato *"Il quadro normativo relativo all'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte di Enti locali"* e di una parte II nella quale si dà conto delle *"Risultanze istruttorie"*. Queste ultime, premessi gli essenziali riferimenti demografici, analizzano sia i profili finanziari, sia quelli comportamentali, procedurali e contabili.

SEZIONE PRIMA
IL QUADRO NORMATIVO RELATIVO ALL'UTILIZZO DI STRUMENTI
FINANZIARI DERIVATI DA PARTE DI ENTI LOCALI

1. Gli strumenti finanziari derivati nel Testo unico della Finanza

Gli "strumenti finanziari derivati" sono individuati dall'art. 1, comma 3, del d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58 (*"Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della L. 6 febbraio 1996, n. 52"*) e dalle disposizioni richiamate da tale articolo. Tali norme, e le conseguenti definizioni di strumenti finanziari derivati, sono state di recente oggetto di intervento da parte dell'art. 1, comma 1 del d.lg. 17 settembre 2007, n. 164, di *"Attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 86/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE e abroga la direttiva 93/22/CEE"* (*"Markets in Financial Instruments Directive"*, c.d. "MiFID"). L'art. 1, comma 3, d.lg. n. 58/1998 individua gli "strumenti finanziari derivati" negli *"strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere d), e), f), g), h), i) e j), nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera d)"*. I richiami previsti da tale disposizione fanno riferimento ai seguenti "strumenti finanziari" previsti dal comma 2:

"d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;

f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione;

g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f) che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati,

considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini²;

h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito;

i) contratti finanziari differenziali;

j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini.

Sono inoltre richiamati "gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera d)", ossia "d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere³, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure", fermo restando che tali titoli appartengono al novero dei "valori mobiliari", da intendersi quali "categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali".

In generale, le operazioni aventi a oggetto strumenti finanziari derivati costituiscono "servizi e attività di investimento" (art. 1, comma 5, d.lg. n.58/1998), come tali soggetti alla disciplina di settore prevista, a livello legislativo, dal Testo

² Ai sensi dell'**art. 1, comma 2-bis, d.lg. n. 58/1998**, aggiunto dall'art. 1, comma 1, lettera i), del d.lg. 17 settembre 2007, n. 164, a decorrere dal 1° novembre 2007 ai sensi dell'art. 19 dello stesso decreto, "Il Ministro dell'economia e delle finanze, con il regolamento di cui all'articolo 18, comma 5, individua:

a) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera g), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine".

³ **Art. 1, comma 1-bis, d.lg. n. 58/1998**, aggiunto dall'art. 1, comma 1, lettera g), del d.lg. 17 settembre 2007, n. 164, a decorrere dal 1° novembre 2007 ai sensi dell'art. 19 dello stesso decreto:

"Per «valori mobiliari» si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio:

a) le azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario;

b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli;

c) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere;

d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure".

unico della finanza e a livello regolamentare, in particolare dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (art. 5, comma 3, d.lg. n. 58/1998).

L'art. 6, comma 2-sexies, del TUF attribuisce al Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, il potere di individuare *"con regolamento i clienti professionali pubblici nonché i criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta"*. Non essendo ancora stato emanato il suddetto regolamento, gli enti pubblici continuano a costituire, ai fini della disciplina finanziaria, *"clienti al dettaglio"*, con la conseguente applicazione nei confronti degli stessi delle maggiori tutele informative e comportamentali apprestate dall'ordinamento in favore dei soggetti non professionali, proprio al fine di riequilibrare mediante una rafforzata tutela giuridica quel gap di conoscenze e di abilità che li pone in una condizione di debolezza nei confronti degli operatori professionali.

Merita menzione altresì il comma 5 dell'art. 23 TUF che stabilisce, in considerazione della natura aleatoria dei contratti in questione, che *"Nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera a), non si applica l'articolo 1933 del codice civile"*, disposizione che sancisce la *"Mancanza di azione"* in relazione sia al *"pagamento di un debito di giuoco o di scommessa"* (comma 1), sia per *"ripetere quanto [...] spontaneamente pagato dopo l'esito di un giuoco o di una scommessa in cui non vi sia stata alcuna frode"* salvo che il perdente sia un incapace (comma 2).

2. L'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali nella gestione del debito. Il decreto ministeriale n. 420/1996

Una prima disciplina dell'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte di enti locali può riscontrarsi nell'art. 2 del decreto del Ministro del tesoro 5 luglio 1996, n. 420⁴, che impone *"per la copertura del rischio di cambio"* che *"tutti i prestiti in valuta estera (fossero) accompagnati, al momento dell'emissione, da una corrispondente operazione di swap"*, volta a *"trasformare, per l'emittente, l'obbligazione in valuta in un'obbligazione in lire, senza introdurre elementi di*

⁴ Il d.M. n. 420/1996 fu emanato in attuazione dell'art. 35 della legge 23 dicembre 1994, n. 724 che, nel consentire agli enti territoriali l'emissione di titoli obbligazionari, disponeva al comma 10 che il Ministro del tesoro determinasse con apposito regolamento, tra l'altro, *"le caratteristiche dei titoli obbligazionari nonché i criteri e le procedure che gli enti emittenti (erano) tenuti ad osservare per la raccolta del risparmio"*. La disposizione era stata resa oggetto di interpretazione autentica da parte dell'art. 5 del d.l. 25 maggio 1996, n. 287, peraltro non convertito, nel senso di consentire l'emissione di prestiti obbligazionari anche in valuta e sui mercati esteri, precisandosi a tal fine che la delibera di approvazione del prestito doveva prevedere l'obbligo di copertura del rischio di cambio.

rischio" (comma 1) ed *"effettuata da intermediari di provata affidabilità ed esperienza nel settore, con riferimento anche alla valutazione assegnata agli intermediari medesimi dalle maggiori agenzie di rating"* (comma 2). La prefata disposizione regolamentare ha introdotto quindi la possibilità per gli enti locali (*rectius* l'obbligo, in presenza dei relativi presupposti consistenti sostanzialmente nell'attivazione di una sottostante operazione di prestito in valuta estera) di utilizzare strumenti finanziari derivati, circoscrivendola alla specifica tipologia dei *currency swap* e precludendo, *"Oltre a quanto espressamente previsto all'art. 35 della legge n. 724 del 1994 e dal successivo art. 2"*, l'emissione di *"titoli obbligazionari con opzioni"* e l'attivazione di *"strumenti derivati che modifichino la struttura del titolo nel corso della sua vita"* (art. 1, comma 4). Tali swap su valuta debbono essere utilizzati esclusivamente per finalità di *"copertura del rischio di cambio"* e, pertanto, avere una struttura coerente con tale finalità, con espressa esclusione dell'introduzione di ulteriori elementi di rischio a carico dell'ente locale.

3. L'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali nella gestione del debito. L'art. 41 della Legge finanziaria 2002, il d.M. n. 389/2003 e la relativa Circolare esplicativa del 27 maggio 2004

Un decisivo ampliamento delle possibilità di utilizzo di strumenti derivati nella *"gestione del debito"* da parte degli enti territoriali si è avuto con l'**art. 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448** (Legge finanziaria per il 2002), che ha demandato al Ministero dell'economia e delle finanze, *"Al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di monitorare gli andamenti di finanza pubblica"* e secondo modalità fissate con decreto emanato *"di concerto con il Ministero dell'interno, sentita la Conferenza unificata di cui all'articolo 8 del decreto legislativo 28 agosto 1997, n. 281"*, il compito di coordinare l'accesso al mercato dei capitali da parte degli enti territoriali, nonché quello di disciplinare l'ammortamento del debito e l'utilizzo di strumenti derivati da parte di tali enti, prevedendo altresì a carico di questi ultimi obblighi di comunicazione periodica al Ministero dei dati relativi alla propria situazione finanziaria (comma 1).

Il comma 2 dell'art. 41, nella sua formulazione originaria, consentiva agli enti di *"emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito"*. La disposizione abilitava quindi gli enti territoriali all'emissione di titoli obbligazionari e alla contrazione di mutui con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza (c.d. *"bullet"*), imponendo per l'ammortamento del debito due modalità alternative: la costituzione di un fondo

di ammortamento (c.d. *"sinking fund"*) o la conclusione di uno swap di ammortamento.

In considerazione delle criticità manifestatesi in relazione all'utilizzo di prestiti bullet e di strumenti derivati nonché dei sensibili rischi che gli stessi possono comportare per gli equilibri finanziari degli enti interessati, il comma 737 dell'art. 1 della legge 27 dicembre 2006, n. 296 (Legge finanziaria per il 2007) ha introdotto obblighi informativi specifici nei confronti del MEF e della Corte dei conti, aggiungendo nel prefato art. 41 i commi 2-bis e 2-ter.

Ai sensi del comma 2-bis del citato art 41, *"A partire dal 1° gennaio 2007, nel quadro di coordinamento della finanza pubblica di cui all'articolo 119 della Costituzione, i contratti con cui le regioni e gli enti di cui al testo unico di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, pongono in essere le operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e le operazioni in strumenti derivati devono essere trasmessi, a cura degli enti contraenti, al Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento del tesoro. Tale trasmissione, che deve avvenire prima della sottoscrizione dei contratti medesimi, è elemento costitutivo dell'efficacia degli stessi. Restano valide le disposizioni del decreto di cui al comma 1 del presente articolo, in materia di monitoraggio.* La disposizione prevede dunque obblighi informativi nei riguardi del MEF, aggiuntivi rispetto a quelli che già rientrano nel sistema di monitoraggio prefigurato dal comma 1 dell'art. 41, con riferimento a tutte le operazioni di prestito bullet e di finanza derivata. Tali obblighi di trasmissione vanno assolti preventivamente rispetto alla stipula dei contratti, ne costituiscono elemento integrativo dell'efficacia e sono quindi assistiti dalla sanzione civilistica dell'inefficacia dei contratti interessati, inefficacia *ab origine*, dipendendo per l'appunto dal difetto originario di un elemento integrativo dell'efficacia.

Ai sensi del comma *"2-ter. Delle operazioni di cui al comma precedente che risultino in violazione alla vigente normativa, viene data comunicazione alla Corte dei conti per l'adozione dei provvedimenti di sua competenza"*. Il riscontro da parte del MEF di violazioni del regime previsto in tema di operazioni derivate o di operazioni (swap o sinking fund) di ammortamento dei prestiti bullet dà dunque luogo a una specifica comunicazione alla Corte dei conti, volta a porla concretamente in condizione di esercitare le proprie competenze. Il generico riferimento alla *"competenza"* della Corte dei conti è tale da chiamarne in causa tutte le funzioni riconosciutele a tutela della finanza pubblica riferita all'intera comunità amministrata e dunque alle funzioni giurisdizionali in tema di responsabilità amministrativa (ovviamente ove la Corte riscontri nelle singole fattispecie la presenza di tutti gli elementi costitutivi della responsabilità, con

particolare riguardo a quello oggettivo del pregiudizio al patrimonio dell'ente pubblico e a quello soggettivo del dolo o colpa grave), alle competenze di controllo sulla gestione finanziaria, alle competenze ausiliarie e referenti nei confronti del Parlamento.

L'emissione di *"titoli obbligazionari o altre passività che prevedano il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza"* è stata da ultimo vietata agli enti territoriali dall'art. 62, comma 2, del d.l. 25 giugno 2008 n. 112, come sostituito dall'art. 3 della legge 22 dicembre 2008, n. 203, nonché dal comma 10 di detto art. 62, che ha abrogato il primo periodo del comma 2 dell'art. 41 Legge finanziaria 2002.

Al citato art. 41 l.fin. 2002 è stata data attuazione con il **d.M 1° dicembre 2003, n. 389** (*Regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni, ai sensi dell'articolo 41, comma 1, della L. 28 dicembre 2001, n. 448*). Come precisato dalla **"Circolare esplicativa" del MEF del 27 maggio 2004** (in G.U. n. 128 del 3 giugno 2004), tale regolamento riguarda *"solo le operazioni derivate effettuate e gli ammortamenti costituiti dagli enti territoriali successivamente alla data del 4 febbraio 2004 di entrata in vigore del ... D.M. n. 389 del 2003"* e si prefigge *"uno degli obiettivi primari dell'art. 41 della legge n. 448 del 2001"*, che *"consiste nell'assicurare un accesso al mercato dei capitali il più possibile efficace, ordinato e prudente"*.

L'art. 1 di tale decreto disciplina il *"Coordinamento dell'accesso ai mercati"*, limitato dal comma 2 *"alle operazioni di finanziamento a medio e lungo termine o di cartolarizzazione di importo pari o superiore a 100 milioni di euro"*. Il comma 1 regola gli obblighi informativi nei riguardi del MEF, anche in materia di operazioni derivate, prevedendo che gli enti territoriali *"comunicano entro il giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre di ogni anno al ... Dipartimento del Tesoro ... i dati relativi all'utilizzo netto di forme di credito a breve termine presso il sistema bancario, ai mutui accesi con soggetti esterni alla pubblica amministrazione, alle operazioni derivate concluse e ai titoli obbligazionari emessi nonché alle operazioni di cartolarizzazione concluse"*.

L'art. 2 detta disposizioni in tema di **"Ammortamento" del debito**, nelle due forme alternativamente imposte dall'art. 41, comma 2, l. fin. 2002 per i prestiti e titoli *bullet, sinking fund* e *amortising swap*, delimitandone la conclusione *"soltanto con intermediari contraddistinti da adeguato merito di credito, così come certificato da agenzie di rating riconosciute a livello internazionale"* (comma 1) e circoscrivendo l'investimento delle somme accantonate nei *sinking fund*

"esclusivamente in titoli obbligazionari di enti e amministrazioni pubbliche nonché di società a partecipazione pubblica di Stati appartenenti all'Unione europea". Le tutele per l'ente pubblico vengono dunque ricercate nello standing creditizio della controparte dell'operazione di ammortamento e nella qualità dei titoli oggetto di possibile investimento da parte dei *sinking fund*, ravvisata nella natura obbligazionaria dei medesimi, con conseguente partecipazione al solo rischio di credito dell'emittente e non anche al rischio d'impresa, e nella natura pubblica dell'emittente, indipendentemente dalla forma istituzionale o societaria rivestita.

Nessun riferimento espresso viene fatto nel regolamento allo standing creditizio dell'emittente, nonostante la disomogeneità del merito creditizio dei diversi Stati appartenenti alla UE e delle società da questi partecipate. Nella **"Circolare esplicativa" del 27 maggio 2004** il MEF ha precisato in proposito che *"In considerazione del fatto che il rischio sul portafoglio dei titoli conferiti al fondo di ammortamento rimane comunque a totale carico dell'ente, ... la selezione degli emittenti dei suddetti titoli deve essere conforme allo spirito di riduzione del rischio creditizio"*. La prescrizione, in verità non chiarissima, fa riferimento al *"rischio creditizio"* assunto dall'ente territoriale (trattandosi, per l'appunto, di una norma a tutela degli enti territoriali) che, a fronte di un finanziamento ricevuto e ammortato a mezzo di uno swap o di un fondo, assume un rischio creditizio legato alla possibile insolvenza della controparte dello swap o che gestisce il fondo. Il canone selettivo della *"riduzione del rischio creditizio"* dovrebbe quindi implicare che i titoli obbligazionari oggetto di investimento siano emessi da emittenti, non solo di natura pubblica, ma che siano caratterizzati da un rischio di insolvenza inferiore, e certamente non superiore, a quello della controparte dell'operazione di ammortamento la quale, a sua volta, deve essere *"contraddistint(a) da adeguato merito di credito, così come certificato da agenzie di rating riconosciute a livello internazionale"* ai sensi dell'art. 2, comma 1, del d.M. n. 389/2003. La circolare *"raccomanda, inoltre, la massima trasparenza, nei contratti, sui criteri con i quali i titoli conferiti al fondo di ammortamento sono selezionati ed eventualmente sostituiti, attribuendo la massima attenzione al rating"*, criteri che devono essere conformi al suddetto *"spirito di riduzione del rischio creditizio"*.

Viene poi precisato che *"Per società a partecipazione pubblica si intendono società con una quota di partecipazione diretta rilevante/di controllo detenuta da Stati appartenenti all'Unione europea, facendo riferimento ai principi previsti nell'art. 2359 nel codice civile italiano"*. La Circolare si occupa altresì del *"caso in cui una società pubblica venga privatizzata"*, ipotesi in cui viene meno il predetto requisito della natura pubblica dell'emittente, come sopra intesa, con conseguente obbligo di dismissione dei titoli. In considerazione dell'incidenza del fattore

temporale sul valore delle obbligazioni, con conseguenti possibili perdite connesse alla tempistica della relativa sostituzione, introduce margini e criteri volti a flessibilizzare il momento della dismissione dei titoli emessi dalla società pubblica poi oggetto di privatizzazione, essa raccomanda che gli stessi "vengano sostituiti dal momento in cui detta sostituzione non comporti una perdita per il fondo", precisando peraltro che "Qualora emergano forti segnali di rischio derivanti dalla privatizzazione, la sostituzione andrebbe comunque valutata anche nel caso in cui comporti una perdita".

A fini anti-elusivi prescrive poi il Ministero che i titoli obbligazionari oggetto di possibile "investimento delle somme accantonate nel fondo o nello swap di ammortamento ... non dovranno essere ulteriormente strutturati mediante operazioni derivate che rendano il profilo di esposizione creditizia difforme da quello consentito".

Sotto il profilo temporale si "raccomanda altresì di vincolare la scadenza degli investimenti alla durata del fondo di ammortamento", ribadendosi quindi che la funzione del fondo può essere esclusivamente quella di ammortamento.

La Circolare, poi, qualifica "opportuno che gli enti considerino il costo totale dell'emissione obbligazionaria sia nella forma con rimborso unico a scadenza del capitale sia nella forma «amortising», e valutino, per quanto desumibile dalle condizioni di mercato al momento dell'emissione, la relazione tra tale differenziale di costo ed il maggiore rischio sopportato dall'ente in virtù della costituzione del fondo o dello swap per l'ammortamento. Questa valutazione deve anche tener conto del fatto che le emissioni bullet, ancorché associate ad uno swap di ammortamento, pesano per l'intero ammontare fino alla scadenza ai fini delle rilevazioni Eurostat del debito pubblico". Il Ministero esorta dunque gli enti a valutare le decisioni da assumere e a scegliere tra le diverse opzioni astrattamente perseguibili sulla base delle valutazioni e delle previsioni formulabili alla luce delle condizioni di mercato esistenti al momento dell'emissione e seguendo una logica di rischio/rendimento, prefigurando in termini complessivi i costi e gli eventuali risparmi e soppesandone la convenienza tenendo conto dei rischi in corrispondenza assunti nonché della rilevanza integrale e immediata dei prestiti con rimborso unico alla scadenza ai fini delle rilevazioni e dei vincoli sul debito pubblico.

"Per quanto riguarda i criteri che individuano gli intermediari con i quali è ammissibile concludere i contratti relativi alla gestione di un fondo o allo swap per l'ammortamento del debito" la Circolare "rimanda alla disciplina relativa al rating dettagliatamente descritta nel paragrafo successivo in relazione alla operatività in strumenti derivati", che sarà illustrata più avanti.

Venendo alle **"Operazioni in strumenti derivati"**, la relativa regolamentazione è contenuta nell'**art. 3** del d.M. n. 389/2003. Il comma 1 di tale articolo sostanzialmente ripropone la disciplina contenuta nel sopra richiamato art. 2 del d.M. n. 420/1996, concernente la copertura obbligatoria del rischio di cambio delle operazioni di indebitamento effettuate in valuta estera da effettuarsi mediante *currency swap*, ossia "«*swap di tasso di cambio*», inteso come un contratto tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi e capitale espressi in due diverse valute, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti".

"In aggiunta" alle operazioni di cui all'art. 3, comma 1, e all'art. 2 (come detto, operazioni, rispettivamente, di *currency swap* e di *amortising swap*, operazioni la cui conclusione è, come visto, obbligatoria ove ricorrano i relativi presupposti), il comma 2 dell'art. 3, in attuazione dell'apertura sancita dall'art. 41 comma 1 l. fin. 2002 in relazione all'utilizzo di strumenti derivati da parte degli enti territoriali per la gestione del debito, ha inoltre consentito "le seguenti operazioni derivate:

a) «*swap di tasso di interesse*» tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi, collegati ai principali parametri del mercato finanziario, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti;

b) acquisto di «*forward rate agreement*» in cui due parti concordano il tasso di interesse che l'acquirente del forward si impegna a pagare su un capitale stabilito ad una determinata data futura;

c) acquisto di «*cap*» di tasso di interesse in cui l'acquirente viene garantito da aumenti del tasso di interesse da corrispondere oltre il livello stabilito;

d) acquisto di «*collar*» di tasso di interesse in cui all'acquirente viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di un minimo e un massimo prestabiliti; ...".

La già richiamata "Circolare esplicativa" ministeriale del 27 maggio 2004 fornisce chiarimenti interpretativi anche in relazione alla suesposta disciplina regolamentare relativa alle "Operazioni in strumenti derivati (art. 3)". Il Ministero precisa, *in primis*, che "Le tipologie di operazioni derivate ammesse ... sono ... da intendersi nella forma «*plain vanilla*». In particolare dal punto a) (IRS) si intende esclusa qualsiasi forma di opzionalità, mentre i punti b), c) e d) (rispettivamente FRA, cap, collar) si riferiscono esclusivamente all'acquisto da parte dell'ente degli strumenti ivi citati". Il livello di rischiosità e complessità dei derivati attivabili da enti territoriali viene dunque circoscritto alle operazioni tipizzate nella loro forma elementare (in gergo "plain vanilla"), con esclusione delle opzioni e con limitazione

della posizione dell'ente a quella di acquirente, escludendo dunque che lo stesso possa acquisire la posizione, ben più rischiosa, di venditore di coperture in derivati.

Tale limitazione è coerente con il fatto che l'utilizzo di strumenti derivati deve essere finalizzato al *"contenimento dell'esposizione dell'ente ai rischi finanziari conseguenti al rialzo dei tassi di interesse e quindi (al)l'obiettivo del contenimento del costo dell'indebitamento"*. Dovrebbe ritenersi dunque preclusa agli enti territoriali l'attivazione di derivati rispondenti a finalità di altra natura, es. speculativa, ovvero incongrue rispetto alle suddette finalità di contenimento dell'esposizione al rischio di rialzo dei tassi di interesse e quindi di contenimento del costo dell'indebitamento. Tale verifica di congruità dovrebbe avere a oggetto la funzione oggettiva del contratto e dunque dovrebbe essere svolta, anche al di là degli intenti dichiarati dalle parti, sulla base della struttura oggettiva dell'operazione.

Con specifico riferimento al generale divieto per gli enti territoriali di vendere posizioni in derivati, la Circolare prevede espressamente un'eccezione con riguardo all'acquisto di collar. L'eccezione si giustifica in relazione alla fisiologica struttura del collar, che vede la parte acquirente essere nel contempo acquirente di un cap (con cui si protegge contro il rischio di rialzo dei tassi di interesse) e venditrice di un floor a favore della controparte (con il quale le conferisce protezione contro il rischio di ribasso dei tassi di interesse; controparte è, infatti, di regola, un intermediario bancario o finanziario che, quale soggetto finanziatore, è esposto al rischio di ribasso dei tassi di mercato, con conseguente minore redditività dei finanziamenti concessi a terzi). A tal proposito la Circolare, riconoscendo che, come detto, *"È implicito nell'acquisto del collar l'acquisto di un cap e la contestuale vendita di un floor"*, limita la vendita *"unicamente al fine di finanziare la protezione dal rialzo dei tassi di interesse fornita dall'acquisto del cap"*.

Un ulteriore requisito prescritto concerne *"Il livello del tasso a carico dell'ente allo scattare delle soglie"* che *"deve essere coerente sia con i tassi vigenti sul mercato sia con il costo della passività antecedente alla conclusione dell'operazione derivata"*. La prescrizione è da ricondursi alle predette finalità del *"contenimento dell'esposizione dell'ente ai rischi finanziari conseguenti al rialzo dei tassi di interesse e quindi ... del contenimento del costo dell'indebitamento"* ed è volta ad assicurare che il tasso posto a carico dell'ente territoriale dall'operazione derivata sia modulato in modo congruo rispetto ai tassi di mercato e al costo originario della passività sottostante.

L'art. 3 del citato d.M. n. 389/2003 indica poi, tra le tipologie di *"operazioni derivate consentite"*, *"e) altre operazioni derivate contenenti combinazioni di operazioni di cui ai punti precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso*

fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo predefinito; f) altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito, solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività. Dette operazioni sono consentite ove i flussi con esse ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore a 1% del nozionale della sottostante passività". Si è dunque visto come le lettere a), b), c), d) individuino specifiche tipologie di operazioni derivate consentite, IRS FRA cap collar, tutte aventi a oggetto tassi di interesse. La lettera e) e la lett. f) disciplinano invece le operazioni "atipiche", ossia non rientranti nelle tipologie normativamente individuate.

Segnatamente, la lettera e) autorizza operazioni consistenti nella combinazione di operazioni "tipiche", purché finalizzate a consentire il mutamento della struttura del tasso da tasso fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito (barriera o "trigger") o passato un periodo di tempo predefinito.

La lettera f) autorizza, in chiusura, la conclusione di operazioni derivate non rientranti nelle tipologie normativamente individuate, purché nella ricorrenza di determinate caratteristiche: le operazioni "atipiche" devono essere *"finalizzate alla ristrutturazione del debito"*; non possono prevedere una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività, ribadendosi in tal modo il principio di accessoria necessità dell'operazione finanziaria derivata rispetto a una sottostante e autonoma passività; i flussi generati dalle operazioni derivate a favore degli enti interessati devono essere uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non possono implicare, *"al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore a 1% del nozionale della sottostante passività"*. Tale ultima previsione è volta a escludere che il derivato possa essere concepito e strutturato come uno strumento volto a determinare uno spostamento in avanti della tempistica del ripiano del debito (spostamento che si avrebbe nel caso di *"profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento"*). Precisa in proposito la richiamata Circolare MEF che *"il divieto di un «profilo crescente dei valori attuali» va riferito, nell'ambito dell'operazione derivata, ai flussi di pagamento da parte dell'ente. Tale prescrizione è volta ad evitare che siano poste*

in essere operazioni derivate i cui flussi di pagamento da parte dell'ente vengono concentrati in prossimità della scadenza".

L'unica eccezione consentita è quella *"di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni"* (c.d. *"upfront"*), la cui previsione è stata reputata necessaria dal normatore secondario al fine di conferire alle parti un certo margine di elasticità al momento della conclusione del contratto, tale da consentire, come chiarito dalla prefata Circolare MEF, *"la ristrutturazione della passività in presenza di condizioni di mercato diverse rispetto al momento in cui la stessa è stata contratta"*. Ribadisce comunque la Circolare *"che tale sconto o premio deve essere regolato contestualmente alla data di inizio (regolamento) dell'operazione derivata e si applica esclusivamente alle operazioni di ristrutturazione previste, appunto, dal punto f)"*. Il chiarimento fa riferimento al fatto che i contratti derivati, invero, partono di regola alla pari (in gergo *"par"*) al momento dell'attivazione, ossia con un delta tra il valore delle due posizioni pari a zero; la natura aleatoria del contratto comporta, ovviamente, che le due posizioni si differenzieranno nel valore nel corso della vita del contratto, con conseguenti e corrispondenti guadagni/perdite per l'una e per l'altra parte. Peraltro, può sussistere un interesse delle parti a partire, nel singolo caso, con un contratto che presenti *ab origine* un delta tra i valori delle due posizioni diverso da zero, con un valore positivo per una parte e negativo per l'altra: in tali casi, la retrocessione di un *upfront* corrispondente al suddetto delta ad opera della parte in positivo e a favore della parte in negativo consente di compensare tale differenza iniziale e di riequilibrare il contratto facendolo partire *"par"*.

Gli interessi alla base di una tale struttura contrattuale di partenza possono essere molteplici, non ultimo quello del soggetto che riceve l'*upfront* di disporre di una liquidità immediata, interesse non diverso da quello che si accompagna alla contrazione di un mutuo. In considerazione di ciò, il decreto delimita l'ammontare del possibile *upfront* allo *"1% del nozionale della sottostante passività"*, al fine sostanzialmente di circoscrivere a tale percentuale il ricorso a strumenti derivati per finalità di finanziamento immediato. Anche per tale via viene dunque ribadito il prefato principio di necessaria accessorietà degli strumenti finanziari derivati rispetto a una passività sottostante di tipo tradizionale. Il normatore secondario sostanzialmente vuole vietare - *rectius* circoscrivere entro il tetto massimo dell'1% del nozionale sottostante - l'indebitamento mediante strumenti finanziari derivati, al fine di assicurare che gli stessi vengano utilizzati come strumenti di gestione del debito tradizionale sottostante e non quali fonte generatrice di nuovo debito in forme aleatorie, ben più rischiose e complesse rispetto a quelle tradizionali. L'espressa prescrizione secondo cui l'*upfront* *"deve essere regolato contestualmente*

alla data di inizio (regolamento) dell'operazione derivata" implica il divieto di regolazioni successive, come ad esempio nel caso in cui l'upfront venga frazionato o differito nel corso dei semestri.

"Riguardo alle «altre operazioni derivate» previste alle lettere e) e f), ... precisa (la predetta Circolare MEF) che le stesse devono in ogni caso essere riconducibili a combinazioni delle operazioni indicate alle lettere da a) a d). Si ritiene infatti che queste tipologie siano coerenti con il contenimento dell'esposizione dell'ente ai rischi finanziari conseguenti al rialzo dei tassi di interesse e quindi con l'obiettivo del contenimento del costo dell'indebitamento". La Circolare adotta un'interpretazione restrittiva della lett. f), per la verità forse anche andando oltre il dato letterale regolamentare che, effettivamente, contempla le operazioni derivanti dalla combinazione di operazioni "tipiche" nella lettera e) per prevedere, invece, alla lettera f) "altre" operazioni derivate, che dunque non dovrebbero essere operazioni "atipiche" in senso stretto, ossia nemmeno riconducibili alle combinazioni di operazioni tipiche contemplate dalla lettera e). L'approccio della Circolare è invece più restrittivo, dal momento che circoscrive anche le operazioni ex lett. f) a combinazioni delle operazioni tipizzate, reputando queste ultime nonché le loro combinazioni le sole tipologie di operazioni derivate "coerenti con il contenimento dell'esposizione dell'ente ai rischi finanziari conseguenti al rialzo dei tassi di interesse e quindi con l'obiettivo del contenimento del costo dell'indebitamento".

Va evidenziato che la Circolare, da un lato, circoscrive la prevedibilità dell'upfront *"esclusivamente alle operazioni di ristrutturazione previste ... dal punto f)",* ricalcando in tal senso la prescrizione regolamentare e, dall'altro lato, riconduce, come appena visto, le operazioni di cui alla lettera f) a combinazioni di operazioni tipiche. In proposito, non è chiaro perché l'upfront sia ammesso solo con riferimento alle combinazioni di operazioni tipiche e non anche alle operazioni semplici, né è chiaro, a monte, perché la previsione dell'upfront sia consentita solo con riferimento alle operazioni ex lett. f), posto che la surrichiamata esigenza di *"consentire la ristrutturazione della passività in presenza di condizioni di mercato diverse rispetto al momento in cui la stessa è stata contratta"* è in realtà configurabile con riferimento non solo alle operazioni "atipiche", ma altresì con riferimento a quelle "tipizzate".

Il surrichiamato principio di necessaria accessorietà del derivato rispetto a una sottostante passività è ribadito in generale - con riferimento non solo alle operazioni "atipiche", ma altresì a quelle "tipizzate" e alle loro "combinazioni" – dal comma 3 dell'art. 3, ai sensi del quale *"Le operazioni derivate sopra menzionate sono consentite esclusivamente in corrispondenza di passività effettivamente*

dovute". Il riferimento al carattere di "effettiva debenza" della passività implica l'esclusione della possibilità di attivare strumenti derivati a fronte di passività meramente "potenziali", per le quali il vincolo obbligatorio a carico dell'ente, sia pur prevedibile, non sia tuttavia ancora attuale. *"Non sono inoltre ammesse"*, come precisato dalla ricordata Circolare MEF, *"operazioni derivate riferite ad altre operazioni derivate preesistenti, in base alla considerazione che nessun derivato è configurabile come una passività"*.

La suddetta accessorietà necessaria del derivato rispetto a una sottostante passività implica altresì che *"Nel caso in cui si verifichi una variazione della passività sottostante ad un derivato, ad esempio perché è stata rinegoziata o convertita oppure perché ha raggiunto un ammontare inferiore a quanto inizialmente previsto, la posizione nello strumento derivato può essere riadattata sulla base di condizioni che non determinino una perdita per l'ente"*. La ristrutturazione del derivato è dunque ammessa solo in corrispondenza di modifiche del sottostante, purché congrua rispetto a tali modifiche e purché non foriera di perdite a carico dell'ente.

Non è peraltro chiaro cosa debba intendersi per perdita. In proposito, non sembra potercisi limitare a valutare gli esborsi immediati al momento della ristrutturazione, trattandosi di operazioni di durata in relazione alle quali il concetto di "perdita" andrebbe valutato con riferimento all'intero arco di vigenza contrattuale, sempre secondo un approccio valutativo improntato alla considerazione non solo del possibile rendimento derivante dalla ristrutturazione, ma altresì della conseguente evoluzione del profilo di rischio cui l'ente si espone.

Aggiunge poi la Circolare che *"solo nel caso in cui l'ente ritenga di dover chiudere la posizione nello strumento derivato è ammissibile la conclusione di un derivato uguale e di segno contrario con un'altra controparte"*, consentendo dunque la chiusura del derivato anche "in forma sintetica", ossia lasciandolo in essere, ma neutralizzandone gli effetti mediante un'operazione uguale e contraria. Una tale scelta sembrerebbe fare riferimento all'ipotesi in cui l'estinzione anticipata del derivato comporti elevati esborsi a carico dell'ente, di regola in ragione dell'elevato mtm. Qualche perplessità al riguardo è legata al fatto che l'acquisto di un derivato uguale e di segno contrario a quello in essere dovrebbe comportare, normalmente, per l'acquirente ugualmente un esborso pari al relativo mtm che, di regola, dovrebbe coincidere con il prezzo richiesto per l'unwinding del derivato in essere. Presumibilmente la Circolare non intende precludere agli enti la possibilità di beneficiare di eventuali sconti sul mtm che potrebbero essere offerti da banche terze in caso di estinzione in forma sintetica.

Il comma 3 del d.M. n. 389/2003 prescrive altresì, con riferimento a tutte le operazioni derivate, che le stesse *"possono essere indicizzate esclusivamente a*

parametri monetari di riferimento nell'area dei Paesi appartenenti al Gruppo dei Sette più industrializzati". Come chiarito dalla Circolare, la disposizione regolamentare "circoscrive al mercato monetario, vale a dire ai tassi di interesse a breve termine, l'ambito dei parametri a cui possono essere indicizzate tutte le operazioni derivate descritte nei commi precedenti", parametri che presentano caratteristiche di volatilità e rischiosità relativamente contenute, certamente minori rispetto a quello che contrassegna parametri di altra natura, quali ad esempio azioni, merci, variabili climatiche etc, nonché minori difficoltà di monitoraggio e analisi previsionale.

Viene altresì precisato che "Non sono ammessi gli strumenti derivati che contengono delle leve o moltiplicatori dei parametri finanziari, come, ad esempio, pagare due volte il tasso Euribor". Leve siffatte, con le conseguenti moltiplicazioni di rischi e costi, si porrebbero, infatti, in contrasto con il predetto vincolo di coerenza "con il contenimento dell'esposizione dell'ente ai rischi finanziari conseguenti al rialzo dei tassi di interesse e quindi con l'obiettivo del contenimento del costo dell'indebitamento" nonché con la correlata prescrizione concernente la coerenza del "livello del tasso a carico dell'ente allo scattare delle soglie ... sia con i tassi vigenti sul mercato sia con il costo della passività antecedente alla conclusione dell'operazione derivata".

Analogamente ai requisiti prescritti dall'art. 2 con riferimento alle controparti di enti territoriali in operazioni di ammortamento del debito, il comma 4 dell'art. 3 stabilisce che "Al fine di contenere l'esposizione creditizia verso le controparti delle operazioni derivate di cui al presente articolo, è consentita la conclusione di contratti soltanto con intermediari contraddistinti da adeguato merito di credito, così come certificato da agenzie di rating riconosciute a livello internazionale", ravvisate dalla Circolare in "attualmente: Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings". Prosegue la Circolare indicando che "Nel caso in cui i rating attribuiti dalle agenzie siano difforni tra loro, si deve prendere in considerazione quello più basso. Si ritiene che il «rating adeguato» della controparte non debba essere inferiore a BBB/Baa/BBB. Pertanto qualora l'intermediario subisca una riduzione di rating anche di un solo «notch» al di sotto di tale livello minimo, le posizioni accese dovranno essere chiuse al più presto. Qualora il singolo contratto derivato sia totalmente coperto da garanzia della «casamadre» della controparte, ai fini dell'«adeguato rating» rileva quello della casamadre".

In proposito va evidenziato che il rating minimo richiesto dal Ministero è tutt'altro che elevato, soprattutto ove si consideri che lo stesso è riferito a intermediari finanziari i quali, proprio in ragione dei rischi di stabilità patrimoniale ai quali si espongono in virtù della loro ordinaria attività, sono di regola soggetti a

specifici regimi di vigilanza prudenziale da parte di Autorità pubbliche (Banche centrali, Ministeri, Authority a seconda degli ordinamenti) che, ove accompagnati dall'adozione di strategie aziendali improntate a regole di sana e prudente gestione finanziaria, si traducono di regola in rating più elevati per gli intermediari. La tripla B, ritenuta sufficiente dalla Circolare nonostante la sua prossimità alla C che esprime un'elevata probabilità di insolvenza, legittima invece gli enti territoriali ad attivare derivati anche con intermediari finanziari o soggetti a regimi meno rigorosi a garanzia della loro stabilità patrimoniale ovvero caratterizzati da un'operatività più rischiosa, che si esprimono per l'appunto nella tripla B e nella sua corrispondente significativa probabilità di insolvenza.

Ai suesposti requisiti di rating rinvia la Circolare anche per *"gli intermediari con i quali è ammissibile concludere i contratti relativi alla gestione di un fondo o allo swap per l'ammortamento del debito"*. In proposito va fatto presente che l'esigenza di un elevato standing creditizio della controparte, auspicabilmente superiore al minimo della tripla B, è particolarmente stringente con riferimento a tali contratti, dal momento che gli stessi presuppongono un'esposizione dell'ente derivante da un'emissione obbligazionaria, al cui ammortamento sono finalizzati. Pertanto, un'eventuale insolvenza della controparte dell'operazione di ammortamento si traduce in un duplice pregiudizio per l'ente il quale perde quanto accantonato a titolo di ammortamento continuando nel contempo a dover far fronte alle obbligazioni emesse.

L'art. 3, comma 4, del Regolamento n. 389/2003 prescrive che *"Qualora l'importo nominale delle operazioni derivate complessivamente poste in essere dall'ente territoriale interessato arrivi a superare i 100 milioni di euro, l'ente dovrà progressivamente tendere, attraverso le operazioni successive all'entrata in vigore del presente decreto, a far sì che l'importo nominale complessivo delle operazioni stipulate con ogni singola controparte non ecceda il 25% del totale delle operazioni in essere"*. La disposizione è dunque volta a porre dei presidi specifici contro il rischio di insolvenza della controparte di operazioni derivate, ravvisandoli in *primis* in uno standing creditizio minimale e, per le operazioni di maggiore importo, superiore ai 100 milioni di euro, nell'ulteriore protezione offerta dal frazionamento obbligatorio del rischio di controparte, di modo che l'esposizione nominale dell'ente verso ogni singola controparte di operazioni derivate non ecceda il 25% del totale delle operazioni in essere. Precisa la Circolare che *"Nel caso di una prima operazione, questa può essere conclusa con una sola controparte. L'ente dovrà, con le operazioni successive, procedere ad equilibrare la sua esposizione, tendendo gradualmente all'obiettivo del 25%"*; pertanto, nella prima operazione l'ente territoriale può esporsi anche verso un'unica controparte pur superando i 100

milioni di euro, dovendo procedere al frazionamento soltanto con le operazioni successive e in modo graduale. Ad ogni modo, *"Il tetto del 25% ammesso per ogni singola controparte sull'importo nominale totale delle operazioni derivate in essere, qualora quest'ultimo superi i 100 milioni di euro, non deve comportare la rimodulazione delle operazioni derivate concluse ante regolamento"*, dovendosi dunque agire soltanto sulle operazioni successive.

La Circolare precisa che *"Per controparti appartenenti ad uno stesso gruppo, il limite del 25% deve essere riferito all'intero gruppo"*, tenendo in considerazione del fatto che nel caso di soggetti appartenenti a uno stesso gruppo, si è in presenza di un soggetto unico sotto il profilo economico, sia pur articolato in entità giuridiche distinte, e dunque ricorre una concentrazione del rischio di controparte analoga a quella che si ha a fronte di un'unica controparte. Viene poi escluso *"dal computo di tale limite le operazioni totalmente garantite da collateral"*. In tal caso *"Ai fini dell'applicazione del tetto l'ente dovrà, però, tenere conto dell'esposizione già acquisita al momento della conclusione di nuove operazioni derivate"*. Ciò tuttavia ai soli fini dell'operazione in questione, ma non ai fini delle operazioni successive. Peraltro, presumibilmente, qualora anche le operazioni successive siano a loro volta collateralizzate, anche le stesse non sarebbero soggette al computo ai fini della soglia di frazionamento. Va evidenziato che nulla è detto con riferimento alla caratteristiche dei collateral, sia sotto il profilo ontologico (es. garanzie reali o personali) che, più in generale, qualitativo.

Raccomanda, infine, il Ministero *"considerata ... la particolare caratteristica di rischiosità strettamente connessa con l'attività in derivati ... che gli enti destinatari del D.M. n. 389 del 2003, a fine cautelativo, facciano riferimento alle norme del regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, adottato dalla Consob con delibera 1 luglio 1998 e successive modificazioni, con particolare riguardo agli articoli da 25 a 31 ed al "Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari" allegato al predetto Regolamento Consob"*. In proposito, gli enti territoriali, quali clienti al dettaglio, rientrano nell'ambito di applicazione dei presidi normativi sanciti dalla CONSOB nelle richiamate disposizioni regolamentari nonché in quelle ora dettate dalla delibera 29 ottobre 2007, n. 16190, abrogativa della prefata delibera n. 11522/1998.

Il comma 5 dell'art. 3 del d.M. n. 389/2003 disciplina, in chiusura, i rapporti tra normativa statale e normativa regionale nei noti termini della sostituzione-cedevolezza della prima rispetto alla seconda, prevedendo che *"Le disposizioni contenute all'articolo 2 e al presente articolo si applicano, per le Regioni, fino all'emanazione di specifiche normative regionali"*. Tali normative, espressione dell'autonomia legislativa e finanziaria riconosciuta alle Regioni, debbono comunque

rispettare i principi fondamentali di coordinamento della finanza pubblica riservati alla legge statale.

4. L'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali nella gestione del debito. L'art. 1, commi 736 e 737 della Legge finanziaria 2007 e la relativa Circolare esplicativa del 31 gennaio 2007

Le criticità emerse nell'ambito del concreto utilizzo di strumenti derivati da parte di enti pubblici i quali, non di rado, a fronte del conseguimento di liquidità nell'immediato, si sono trovati esposti a ben più ingenti perdite attuali e prospettiche nonché alla difficoltà di comprendere il funzionamento e gli effetti di strutture finanziarie ben più complesse rispetto alle operazioni di finanziamento tradizionali, hanno dato luogo a successivi interventi legislativi nella materia *de qua*. Vanno richiamati in proposito i commi 736 e seguenti dell'articolo unico della legge 27 dicembre 2006, n. 296 (legge finanziaria per il 2007).

Il comma 736, che si autoqualifica come rientrante tra i *"principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica di cui agli articoli 117, terzo comma, e 119, secondo comma, della Costituzione"*, stabilisce che *"Le operazioni di gestione del debito tramite utilizzo di strumenti derivati, da parte delle regioni e degli enti di cui al testo unico di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato. Gli enti possono concludere tali operazioni solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti"*. Sostanzialmente la disposizione eleva a rango legislativo, *rectius* di *"principi fondamentali"* vincolanti anche per la potestà legislativa concorrente e l'autonomia finanziaria delle Regioni ex art. 117, comma 3, e 119, comma 2, Cost., principi già sanciti dal d.M. n. 389/2003 e dalla relativa circolare attuativa: la finalizzazione delle operazioni derivate attivate da enti territoriali e della loro struttura agli obiettivi di *"riduzione del costo finale del debito e ... dell'esposizione ai rischi di mercato"*, la loro necessaria accessoria rispetto a *"passività effettivamente dovute"*, il *"contenimento dei rischi di credito assunti"* nei riguardi delle controparti.

La Circolare esplicativa emanata dal MEF il 31 gennaio 2007 precisa che restano ferme *"le disposizioni in materia di monitoraggio e gli adempimenti previsti"* dal d.M. n. 389/2003 e che *"L'utilizzo dello strumento della norma di principio è chiaramente volto a coniugare il doveroso 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"*, ottica in cui *"vanno, pertanto, lette le proposizioni contenute nel comma (736)"*.

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 rischio di mercato". Tenuto conto della naturale antitetività tra i due suddetti obiettivi della riduzione del costo e, nel contempo, del rischio - posto che, di regola, la riduzione del costo può conseguirsi in virtù dell'assunzione di un maggiore livello di rischio e la riduzione del rischio può conseguirsi assumendo i maggiori costi conseguenti alle protezioni acquisite – il Ministero precisa che il rapporto tra i due suddetti obiettivi va inteso in termini di tendenza al raggiungimento di un equilibrio ottimale tra gli stessi.

Quanto alla necessaria accessorietà dei derivati rispetto a *"passività effettivamente dovute"*, chiarisce la Circolare che essa implica anzitutto *"2. ... una corrispondenza tra il nominale della passività e quello della posizione in strumenti derivati che la copre"*. La conclusione di *"operazioni derivate che abbiano come sottostante un'altra operazione derivata"* non è dunque ammessa in quanto contrastante con il suddetto principio di accessorietà necessaria, salvo che *"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"* - cui la Circolare del 31 gennaio 2007 *"fa espresso rinvio"* – che, come visto e commentato sopra, subordina la possibile ristrutturazione alla necessità che le nuove *"condizioni ... non determinino una perdita per l'ente"*.

Quanto al *"3. Contenimento dei rischi di credito assunti"* il comma 736 *"Anche in questo caso ... eleva(...) a livello di principio generale un comportamento prudenziale già introdotto nell'ordinamento con il regolamento di attuazione dell'art. 41 della legge n. 448 del 2001 (D.M. 1 dicembre 2003, n. 389)"*, confermando la predetta disciplina regolamentare e le relative linee-guida ministeriali secondo cui *"Tale principio ... 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, Moody's e Fitch Ratings). Inoltre, anche la gestione dell'esposizione creditizia assunta con la costituzione del fondo o dello swap di ammortamento, previsto per le operazioni con rimborso unico alla scadenza, dovrà essere improntata agli stessi criteri di affidabilità"*.

Il comma 737 ha poi introdotto nell'articolo 41 della legge n. 448/2001 i commi 2-bis e 2-ter che, in considerazione delle criticità emerse in ordine all'effettuazione da parte di enti territoriali di operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e di operazioni in strumenti derivati, hanno sancito al riguardo specifici obblighi di comunicazione.

Il comma "2-bis. A partire dal 1° gennaio 2007, nel quadro di coordinamento della finanza pubblica di cui all'articolo 119 della Costituzione" ha previsto che i suddetti contratti "devono essere trasmessi, a cura degli enti contraenti, al Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento del tesoro" ed elevando tale adempimento, che deve essere assolto necessariamente "prima della sottoscrizione dei contratti medesimi" a "elemento costitutivo dell'efficacia degli stessi", alla cui carenza consegue la sanzione civilistica dell'inefficacia *ab origine* dei contratti interessati.

Per esplicita qualificazione normativa, la trasmissione al MEF ex comma 2-bis costituisce un adempimento aggiuntivo rispetto agli espressamente riconfermati obblighi di comunicazione periodica al MEF dei dati relativi alla propria situazione finanziaria previsti dal comma 1 ("monitoraggio"). Come esplicitato dalla Circolare MEF del 31 gennaio 2007 "L'introduzione di questo comma nasce dall'esigenza di rafforzare il dettato dell'art. 41, laddove prevede il monitoraggio dell'indebitamento, in quanto si ritiene che una preventiva informazione al Ministero dell'economia e delle finanze delle operazioni concluse permetta un censimento più puntuale delle stesse. In tal modo si è fornito al monitoraggio il supporto costituito dall'inefficacia del contratto in caso di omessa trasmissione preventiva, la quale consentirà inoltre di effettuare un controllo incrociato con i dati delle comunicazioni trimestrali di cui al D.Dirig. 3 giugno 2004, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 168 del 20 luglio 2004 (giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto, novembre)".

La Circolare puntualizza poi gli adempimenti informativi dettando articolate prescrizioni relative agli obblighi documentali, volti sostanzialmente ad assicurare la completezza delle informazioni poste a disposizione del Ministero. Segnatamente, "gli enti contraenti, al momento della chiusura delle singole operazioni, debbono essere in possesso di tutta la documentazione contrattuale finale relativa a ciascuna transazione. Qualora alle singole operazioni siano associate altre strutture, comprese quelle a garanzia (quali a titolo esemplificativo - ma non esaustivo - le delegazioni di pagamento, credit support annex, credit support deed, ecc.), anche la relativa documentazione contrattuale, definitiva e completa, dovrà essere in possesso degli enti contraenti al momento della chiusura delle singole operazioni.

L'obbligo di trasmissione, che deve avvenire prima della sottoscrizione, si riferisce ai contratti corredati dalla ulteriore documentazione contrattuale in essi eventualmente richiamata, specificando altresì le operazioni sottostanti.

Per documentazione delle operazioni deve intendersi, a titolo esemplificativo, ma non esaustivo, la Confirmation o altro contratto con il quale si definiscono le condizioni economiche e tutti gli elementi identificativi delle operazioni - ivi compresa la denominazione della controparte dell'ente locale - e, qualora richiamata, la Schedule o documento equivalente utilizzato nella prassi dei mercati, le eventuali strutture a garanzia, come sopra specificate, e qualsivoglia altro contratto o documento predisposto per la costituzione di fondi di ammortamento, charge, pledge, credit support annex, credit support deed o di altre strutture associate alle operazioni di cui al comma 737 previste dalla prassi dei mercati".

Sotto il profilo temporale "Le disposizioni di cui sopra si applicano anche nel caso di operazioni la cui data di contrattazione (trade date) è antecedente alla data di entrata in vigore della legge 27 dicembre 2006, n. 296, ma i cui contratti, a quella stessa data, non siano ancora stati sottoscritti, nonché nel caso di modifica, rimodulazione, novazione o rinegoziazione di operazioni in essere.

Per le comunicazioni incomplete, trasmesse nell'arco di tempo che va dall'entrata in vigore della legge alla pubblicazione della presente circolare, dovranno essere inviate comunicazioni integrative relative ai dati mancanti.

A partire dalla data di pubblicazione della presente circolare, le comunicazioni dovranno attenersi alle disposizioni sopra citate, con l'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 che viene rilevato a posteriori rispetto alla chiusura dell'operazione già trasmessa".

Il comma 2-ter dell'art. 41 legge n. 448/2001, introdotto dal comma 737 dell'art. unico della legge finanziaria 2007, prescrive poi che *"Delle operazioni di cui al comma precedente che risultino in violazione alla vigente normativa, viene data comunicazione alla Corte dei conti per l'adozione dei provvedimenti di sua competenza".* Il riscontro da parte del MEF di violazioni del regime previsto in tema di operazioni derivate o di operazioni (swap o sinking fund) di ammortamento dei prestiti bullet dà dunque luogo a una specifica comunicazione alla Corte dei conti, obbligatoria come precisato dalla Circolare MEF del 31 gennaio 2007 (la quale ricorda altresì che *"rimane in capo al Dipartimento del Tesoro la facoltà di informare contestualmente anche il Dipartimento della Ragioneria generale dello Stato"*), volta a porla concretamente in condizione di esercitare le proprie competenze. Come sopra detto, il generico riferimento alla *"competenza"* della Corte dei conti è tale da

chiamarne in causa tutte le funzioni riconosciute a tutela della finanza pubblica riferita all'intera comunità amministrata e dunque alle funzioni giurisdizionali in tema di responsabilità amministrativa (ovviamente ove la Corte riscontri nelle singole fattispecie la presenza di tutti gli elementi costitutivi della responsabilità, con particolare riguardo a quello oggettivo del pregiudizio al patrimonio dell'ente pubblico e a quello soggettivo del dolo o colpa grave ovvero nelle ipotesi di tipo sanzionatorio quali quella prevista dall'art. 30, comma 15, della legge finanziaria 27 dicembre 2002, n. 289 in relazione al ricorso all'indebitamento a copertura di spese diverse da quelle di investimento), alle competenze di controllo sulla sana e regolare gestione finanziaria, alle competenze ausiliarie e referenti.

Il comma 738 dell'art. unico della legge finanziaria 2007 pone a carico degli *"enti tenuti alle comunicazioni previste dall'articolo 41 della legge n. 448 del 2001"* l'obbligo di *"conserva(re), per almeno cinque anni, appositi elenchi aggiornati contenenti i dati di tutte le operazioni finanziarie e di indebitamento effettuate ai sensi della normativa sopra citata"* nonché a carico dei relativi organi di revisione quello di *"vigila(re) sul corretto e tempestivo adempimento da parte degli enti stessi"*. Precisa la Circolare, con disposizioni che *"devono essere osservate anche nel caso di modifica, rimodulazione, novazione o rinegoziazione di operazioni già sottoscritte e presenti negli elenchi"*, che gli stessi *"dovranno prevedere un contenuto informativo almeno pari a quello previsto dal D.Dirig. 3 giugno 2004 (recante i modelli di comunicazione), pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 168 del 20 luglio 2004, ed essere regolarmente aggiornati nel corso di tutta la durata della singola operazione. Il termine quinquennale di conservazione degli stessi decorrerà dalla data di scadenza finale dell'operazione rilevante ed in tali elenchi dovranno essere inserite anche le operazioni concluse antecedentemente al 31 dicembre 2006 ma ancora in essere"*.

Il comma 739 prevede che *"Dal 1° gennaio 2007 alle operazioni di indebitamento di cui al comma 17 dell'articolo 3 della legge 24 dicembre 2003, n. 350, si aggiungono le operazioni di cessione o cartolarizzazione dei crediti vantati dai fornitori di beni e servizi per i cui pagamenti l'ente assume, ancorché indirettamente, nuove obbligazioni, anche mediante la ristrutturazione dei piani di ammortamento"*⁵.

⁵ La disposizione recepisce nell'ordinamento italiano i criteri definiti da Eurostat nella sua comunicazione del 4 settembre 2006 che, come ricordato dalla Circolare MEF, *"ha chiarito il trattamento contabile secondo il SEC 95 delle operazioni di cessione e di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti vantati da fornitori di beni e servizi alle ASL, in base alle quali le regioni si impegnano mediante l'emissione di una nuova delegazione di pagamento, derivante dalla ristrutturazione dei flussi finanziari rivenienti dai piani di ammortamento che da detti accordi scaturiscono. Eurostat, in tale comunicazione, chiarisce che l'emissione di una nuova delegazione di pagamento, congiuntamente alla ridefinizione temporale dei flussi di pagamento, rappresenta una sostanziale novazione della passività originaria, che produce il*

5. L'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali nella gestione del debito. Gli abrogati commi 381-384 dell'art. 1 Legge finanziaria 2008

Le criticità manifestatesi nell'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte di enti territoriali hanno indotto il Legislatore a intervenire nuovamente in argomento con l'art. 1, commi 381-384, della legge 24 dicembre 2007, n. 244 (legge finanziaria per il 2008), peraltro abrogati dal comma 10 dell'art. 62 D.L. 25 giugno 2008, n. 112, come sostituito dal comma 1 dell'art. 3 L. 22 dicembre 2008, n. 203. La disciplina in questione, volta a porre specifici presidi giuridici a tutela degli enti territoriali, incentrava la loro protezione principalmente in uno speciale regime della "trasparenza" contrattuale, riferita in verità non soltanto ai derivati, bensì più ampiamente a tutti gli strumenti finanziari sottoscritti da enti territoriali (comma 381⁶), da individuarsi secondo la puntuale definizione recata dal Testo unico della finanza d.lg. n. 58/1998, già sopra illustrata⁷.

cambiamento di natura della stessa da debito commerciale in debito finanziario, aumentando il livello complessivo di debito dell'ente - e, di conseguenza, della Pubblica Amministrazione - secondo i criteri definitivi stabiliti dalla normativa comunitaria per il rispetto dei parametri fissati nel Trattato di Maastricht.

Sono rilevanti ai fini del presente comma tutti i crediti, anche se divenuti proprietà di operatori finanziari o società veicolo, originati da forniture di beni e servizi - anche nell'ambito di rapporti convenzionali in essere - ai soggetti di cui al comma 17 dell'art. 3 della legge 24 dicembre 2003, n. 350.

Si considerano ristrutturazioni dei piani di ammortamento le dilazioni di pagamento superiori a dodici mesi non contenute nelle clausole iniziali di pagamento della fornitura ed oggetto di successivi accordi contrattuali, nonché le rinegoziazioni delle nuove obbligazioni assunte, anche indirettamente, dall'ente (quale, ad esempio, la delegazione di pagamento) in corrispondenza di tali rimodulazioni temporali dei pagamenti.

Da quanto sopra specificato emerge chiaramente che, quando interviene un'operazione di cartolarizzazione basata sui sopra citati accordi di ristrutturazione dei pagamenti, viene rafforzata la natura finanziaria del debito così novato. Si intende assimilata, ai fini della normativa in esame, alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti qualsiasi altra operazione effettuata anche tramite collocamento privato, per effetto della quale il credito vantato costituisca garanzia a favore dei titoli emessi.

Il comma 739 prosegue escludendo dalla classificazione come debito pubblico " le operazioni di tale natura per le quali la delibera della Giunta regionale sia stata adottata prima del 4 settembre 2006, purché completate entro e non oltre il 31 marzo 2007" e, come precisato dalla Circolare, "non prevedano trasferimenti di crediti su base rotativa o «revolving»". Quest'ultima chiarisce che si considera delibera di adozione quella che "individua i termini e le condizioni essenziali" dell'operazione, intendendosi come tali "a) l'importo massimo dei crediti oggetto delle operazioni; b) la natura di detti crediti; c) gli anni di insorgenza dei crediti stessi" nonché "Per «completamento» delle operazioni ... il perfezionamento e la sottoscrizione di tutti i contratti relativi all'operazione rilevante, ivi compresi, a titolo esemplificativo e non esaustivo, ove ricorrenti, gli accordi di ristrutturazione dei piani di ammortamento e gli eventuali contratti di cessione relativi a crediti esistenti e certificati alla data di cessione, con l'avvenuta effettiva ricezione delle notifiche da parte degli enti interessati.

In relazione ad eventuali operazioni di cessione e/o cartolarizzazione su base rotativa, o «revolving», già in essere al 31 dicembre 2006, pur se approvate con delibera precedente al 4 settembre 2006, dal 1° gennaio 2007 dette operazioni non potranno continuare ad essere alimentate con ulteriori crediti e dovranno comunque essere risolte entro e non oltre il 31 marzo 2007. A partire dal 1° gennaio 2007, i crediti oggetto di cessioni effettuate nell'ambito di operazioni deliberate e perfezionate anteriormente al 4 settembre 2006 non potranno essere ulteriormente ceduti".

⁶ Ai sensi del comma 381 "I contratti di strumenti finanziari anche derivati, sottoscritti da regioni ed enti locali, sono informati alla massima trasparenza".

⁷ **Art. 1 d.lg. n. 58/1998**

[...] 2. Per «strumenti finanziari» si intendono:

a) valori mobiliari;

Tale presidio di trasparenza era assicurato anzitutto mediante le prescrizioni contenutistiche dettate dall'abrogato comma 382, che prevedeva che i suddetti contratti dovessero *"recare le informazioni ed essere redatti secondo le indicazioni specificate in un decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, da emanare sentite la CONSOB e la Banca d'Italia"* e che il Ministero avrebbe dovuto *"verifica(re) la conformità dei contratti al decreto"*.

L'abrogato comma 383 chiamava l'ente sottoscrittore a una specifica assunzione di responsabilità, mediante l'attestazione espressa *"di aver preso piena conoscenza dei rischi e delle caratteristiche"* degli strumenti finanziari sottoscritti. La disposizione manifesta l'attenzione del Legislatore verso uno dei fenomeni più critici che si è manifestato nell'utilizzo di strumenti finanziari da parte degli enti pubblici, quello della scarsa comprensione del funzionamento degli strumenti attivati e dei loro possibili effetti sulle finanze dell'ente. La richiesta di una apposita attestazione in proposito dovrebbe verosimilmente indurre gli enti - o quanto meno gli amministratori che, rilasciandola, se ne assumono le conseguenti responsabilità - a un maggiore impegno nella comprensione dei contratti finanziari sottoscritti e, per tale via, a un utilizzo più avveduto e appropriato dei medesimi.

Sempre nella prospettiva del rafforzamento della consapevolezza degli enti in ordine alla portata, alle conseguenze e ai rischi degli strumenti finanziari

b) strumenti del mercato monetario;

c) quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio;

d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;

f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione;

g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f) che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini;

h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito;

i) contratti finanziari differenziali;

j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini.

[...] 4. I mezzi di pagamento non sono strumenti finanziari. [...]

impiegati, l'abrogato comma 383 prescriveva altresì che degli stessi venga data un'apposita informativa contabile "*evidenziando in apposita nota allegata al bilancio gli oneri e gli impegni finanziari derivanti da tali attività*". La disposizione rappresenta un primo passo del Legislatore verso il soddisfacimento dell'esigenza di un'adeguata rappresentazione delle conseguenze degli strumenti finanziari attivati sugli equilibri dell'ente.

L'abrogato comma 384 qualificava "*Il rispetto di quanto previsto ai commi 382 e 383*" come "*elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti*". Da tale qualificazione dovrebbe quindi discendere per l'inosservanza dei commi suddetti la sanzione civilistica dell'inefficacia del contratto, con conseguente possibile sanatoria in caso di successiva integrazione dei requisiti *ab origine* mancanti. Diverse considerazioni vanno svolte con riferimento alla disciplina dell'informativa contabile posta dal comma 383, che è per sua natura un adempimento successivo rispetto alla stipula del contratto, destinato a ripetersi ad ogni esercizio. Rispetto all'inosservanza di tali prescrizioni, la sanzione dell'inefficacia contrattuale non potrebbe, pertanto, che essere sopravvenuta.

La disposizione prevedeva poi che "*In caso di contratti stipulati in violazione di quanto previsto al comma 382 o al comma 383, viene data comunicazione alla Corte dei conti per l'adozione dei provvedimenti di competenza*". Anche tale disposizione reca dunque un generico riferimento alla "*competenza*" della Corte dei conti, atto a chiamarne in causa tutte le funzioni, giudiziarie, di controllo, ausiliarie e referenti, ovviamente nella ricorrenza dei rispettivi presupposti.

6. L'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali nella gestione del debito. L'art. 62 del d.l. n. 112/2008

Nella materia *de qua* è nuovamente intervenuto il Legislatore con l'art. 62 (*Contenimento dell'uso degli strumenti derivati e dell'indebitamento delle regioni e degli enti locali*) del d.l. 25 giugno 2008, n. 112, convertito in legge, con modificazioni, dall'art. 1, comma 1, legge 6 agosto 2008, n. 133. Le disposizioni ivi dettate sono qualificate dal comma 1, oltre che "*norme di applicazione necessaria*", "*principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica e hanno il fine di assicurare la tutela dell'unità economica della Repubblica ai sensi degli articoli 117, secondo comma, lettera e), e terzo comma, 119, secondo comma, e 120 della Costituzione*". Alle stesse debbono dunque conformarsi gli enti territoriali nell'esercizio della rispettiva sfera di autonomia costituzionalmente riconosciuta.

Il comma 2 introduce un divieto per gli enti territoriali di "*emettere titoli obbligazionari o altre passività che prevedano il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza*". Correlativamente, il comma 10 abroga l'art. 41, comma 2,

primo periodo, della legge n. 448/2001, che consentiva agli enti di *"emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito"*. Vengono dunque vietate le emissioni "bullet", con una netta presa di posizione del Legislatore in ordine a tale forma di gestione del debito che, effettivamente, aveva manifestato diverse criticità tra le quali, in particolare, l'assunzione da parte dell'ente pubblico del rischio di default della controparte dell'*amortising swap* nonché del soggetto gestore del *sinking fund* in assenza di un regime giuridico o contrattuale di separazione del fondo e ancora degli emittenti dei titoli immessi nel fondo.

Il comma 2 fissa poi un limite di durata alle operazioni di indebitamento degli enti territoriali, stabilendo che *"la durata di una singola operazione ..., anche se consistente nella rinegoziazione di una passività esistente, non può essere superiore a trenta né inferiore a cinque anni"*⁸. Il limite massimo si estende altresì alle operazioni di gestione del debito mediante strumenti finanziari derivati, posto che gli stessi, per espressa previsione normativa (art. 3 d.M. n. 389/2003), *"non possono prevedere una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività"*.

Il comma 3 demanda al *"Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa, con uno o più regolamenti da emanare ai sensi dell'articolo 17, comma 3, della legge 23 agosto 1988, n. 400, d'intesa, per i profili d'interesse regionale, con la Conferenza permanente per i rapporti tra lo Stato, le regioni e le province autonome di Trento e di Bolzano"* l'individuazione della *"tipologia dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti all'articolo 1, comma 3, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, che gli enti di cui al comma 2 possono concludere, e indica le componenti derivate, implicite o esplicite, che gli stessi enti hanno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento. Al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati nonché delle clausole relative alle predette componenti derivate, il medesimo regolamento individua altresì le informazioni, rese in lingua italiana, che gli stessi devono contenere"*. Correlativamente, il secondo periodo del comma 10 dispone

⁸ Una deroga espressa all'art. 62, comma 2, è stata prevista a favore degli enti colpiti dal sisma abruzzese, al fine di agevolare la *"Ricostruzione e funzionalità degli edifici e dei servizi pubblici"*, dall'art. 4, comma 8, del decreto-legge 28 aprile 2009, n. 39 che li autorizza a rinegoziare con la controparte attuale i prestiti in essere e ad estenderne la durata fino a cinquanta anni a partire dalla data della rinegoziazione.

l'abrogazione delle "disposizioni relative all'utilizzo degli strumenti derivati da parte degli enti territoriali emanate in attuazione dell'articolo 41, comma 1, ultimo periodo, della legge 28 dicembre 2001, n. 448 (sostanzialmente il sopra illustrato d.M. n. 389/2003, con conseguente inefficacia delle relative disposizioni attuative ministeriali), ... dalla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 3".

Nella disciplina prefigurata dal comma 3 la tutela degli enti territoriali viene dunque incentrata, da un lato, nella delimitazione in via regolamentare delle tipologie di contratti che gli stessi possono attivare e di componenti derivate che tali contratti possono contenere e, dall'altro lato, in specifici presidi di trasparenza di tali contratti, da assicurarsi attraverso la disciplina regolamentare del loro contenuto informativo il quale, per espressa previsione legislativa volta a evitare che alla complessità dello strumento si aggiunga quella di doverne comprendere il funzionamento in una lingua straniera come peraltro non di rado registratosi nella prassi, deve essere reso in lingua italiana. Essa, come anche i commi successivi, viene riferita sia ai contratti derivati, sia alle clausole dei contratti di finanziamento che contengono componenti derivate, ravvisando il Legislatore l'esigenza di apprestare un regime omogeneo per contratti e componenti derivati, a differenza degli abrogati commi 381-384 dell'art. 1 legge finanziaria 2008, riferiti a tutti i *"contratti di strumenti finanziari, anche derivati"*.

Il principio di trasparenza contrattuale, già affermato nei commi 381-384 dell'art. 1 l. n. 244/2007 abrogati dal comma 10 dell'art. 62 d.l. n. 112/2008, viene ampiamente ripreso, con modalità sostanzialmente analoghe, dall'art. 62 medesimo, il cui comma 4 prescrive altresì che *"Ai fini della conclusione di un contratto relativo a strumenti finanziari derivati o di un contratto di finanziamento che include una componente derivata, il soggetto competente alla sottoscrizione del contratto per l'ente pubblico attesta per iscritto di avere preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi"*, riproponendo l'attestazione prevista dall'abrogato comma 383 dell'art. 1 della legge finanziaria 2008.

Al momento il **regolamento** previsto dal comma 3 non è stato ancora emanato, pur essendone stato sottoposto a pubblica consultazione, conclusasi il 30 ottobre 2009, uno schema datato 22 settembre 2009. Di tale regolamento si omette la trattazione, non trattandosi di un atto normativo definitivo.

7. L'utilizzo delle delegazioni di pagamento con riferimento alle operazioni finanziarie derivate

Si è sopra illustrato come tra le principali caratteristiche normativamente imposte agli strumenti finanziari derivati impiegati da enti territoriali vi sia quella della necessaria accessorietà del derivato rispetto a una sottostante passività. Di

quest'ultima si è visto come il derivato vada a modificare le caratteristiche, la struttura e gli oneri in forma sintetica, ossia lasciando in piedi l'operazione di indebitamento sottostante e affiancandosi ad essa, in modo da sostituire l'originario piano di ammortamento in virtù degli effetti finanziari risultanti dalla combinazione delle due operazioni. In altri termini, l'affiancamento del derivato alla passività sottostante fa sì che a ciascuna rata di ammortamento di questa si sostituisca, in sostanza, una nuova rata risultante dal saldo tra la rata originaria e i flussi finanziari derivanti dallo swap, flussi che potranno essere positivi o negativi, determinando, in corrispondenza, un risparmio ovvero un aggravio di costi rispetto al piano di ammortamento originario. Ai sensi della disciplina in materia quindi gli strumenti finanziari derivati non possono costituire forme di finanziamento a sé stanti, ma debbono per contro essere necessariamente serventi rispetto alla finalità di ristrutturare una diversa ed autonoma passività sottostante; in altri termini ancora, gli enti territoriali non possono generare nuovi debiti mediante il ricorso a operazioni derivate.

Dal fatto che *"nessun derivato è configurabile come una passività"*, essendo gli stessi qualificati come *"strumenti di gestione del debito e non come indebitamento"*, il Ministero dell'economia e delle finanze, con la circolare esplicativa n. 63013 del 22 giugno 2007, pubblicata in G.U. n. 151 del 2 luglio 2007, fa discendere la *"non applicabilità delle delegazioni di pagamento alle operazioni in derivati concluse da enti territoriali"*. Invero *"il rilascio di tale titolo giuridico esecutivo è esplicitamente riferibile ai mutui e ai prestiti"*, mentre *"gli strumenti derivati [...] non rientrano nella fattispecie dei mutui e prestiti né tanto meno nell'accezione più ampia della definizione di indebitamento"*.

In proposito, va ricordato che ai sensi dell'art. 206 d.lg. n. 267/2000 *"quale garanzia del pagamento delle rate di ammortamento dei mutui e dei prestiti gli enti locali possono rilasciare delegazione di pagamento a valere sulle entrate afferenti ai primi tre titoli del bilancio annuale. Per le comunità montane il riferimento va fatto ai primi due titoli dell'entrata"*, ossia alle entrate correnti (comma 1). *"L'atto di delega, non soggetto ad accettazione, è notificato al tesoriere da parte dell'ente locale e costituisce titolo esecutivo"* (comma 2). In base all'art. 220 *"a seguito della notifica degli atti di delegazione di pagamento di cui all'articolo 206 il tesoriere è tenuto a versare l'importo dovuto ai creditori alle scadenze prescritte, con comminatoria dell'indennità di mora in caso di ritardato pagamento"*. Per completezza, vanno anche richiamati l'art. 183, comma 2, lett. b) secondo cui *"con l'approvazione del bilancio e successive variazioni, e senza la necessità di ulteriori atti, è costituito impegno sui relativi stanziamenti per le spese dovute [...] per le rate di ammortamento dei mutui e dei prestiti, interessi di preammortamento ed*

ulteriori oneri accessori” nonché l’art. 185, comma 4, in base al quale “il tesoriere effettua i pagamenti derivanti da obblighi tributari, da somme iscritte a ruolo, da delegazioni di pagamento, e da altri obblighi di legge, anche in assenza della preventiva emissione del relativo mandato di pagamento. Entro quindici giorni e comunque entro il termine del mese in corso l’ente locale emette il relativo mandato ai fini della regolarizzazione”). La delegazione di pagamento costituisce pertanto una forma di garanzia particolarmente pregiata, integrando un titolo esecutivo per i creditori e consentendo l’attivazione di procedure contabili sostanzialmente automatiche, ben più snelle di quelle ordinarie, in virtù di un ordine, destinato a valere per tutta la durata dell’operazione di riferimento, alla banca tesoriera di provvedere “in automatico”, al fine di adempiere con puntualità ai dovuti pagamenti alle previste scadenze periodiche. Tale garanzia può assistere soltanto le passività, ma non anche gli strumenti finanziari derivati, non potendo costituire gli stessi, ove attivati da enti territoriali, ulteriori forme di debito.

8. L’imputazione contabile e l’utilizzo dei flussi generati dagli strumenti finanziari derivati

L’imputazione contabile e l’utilizzo dei flussi generati da contratti derivati sono connessi alla qualificazione giuridica dei contratti e dei flussi medesimi. In proposito è da tempo aperto un ampio dibattito, sostanzialmente connesso alla natura debitoria o meno di tali strumenti e dei flussi finanziari che dagli stessi discendono.

Al riguardo, si è già visto come la normativa configuri gli strumenti in questione, ove utilizzati dagli enti territoriali, non come strumenti per la creazione di nuovo debito, bensì quali strumenti per la gestione del debito esistente, mediante la ristrutturazione delle caratteristiche di tasso e di ammortamento di pregresse e autonome passività sottostanti (art. 3 d.M. n. 389/2003, Circ MEF 27 maggio 2004, 22 giugno 2007).

Peraltro, è noto come gli strumenti finanziari derivati siano suscettibili di determinare a carico dei soggetti utilizzatori sia flussi finanziari positivi, sia obbligazioni pecuniarie anche largamente più onerose rispetto a quelle oggetto dei debiti sottostanti. Al riguardo, pur distinguendosi concettualmente la passività sottostante dal derivato strumentale alla sua ristrutturazione, va posto in luce che i derivati possono prevedere prestazioni nella sostanza equiparabili a veri e propri finanziamenti: segnatamente, ove e nella misura in cui lo strumento assicuri all’ente pubblico flussi finanziari certi, lo stesso viene a determinare a suo favore un’erogazione di liquidità che l’ente presumibilmente restituirà nel corso della vita del contratto attraverso le prestazioni poste a suo carico.

Un tale approccio sostanziale è stato per alcuni versi seguito dallo stesso Legislatore, per la verità in recepimento di orientamenti formati in ambito comunitario. In proposito, si è già esposto come l'art. 62, comma 9, del d.l. n. 112/2008 abbia introdotto nella nozione di indebitamento di cui all'articolo 3, comma 17, secondo periodo, della legge 24 dicembre 2003, n. 350⁹ *"sulla base dei criteri definiti in sede europea dall'Ufficio statistico delle Comunità europee (EUROSTAT), l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate"*. La disposizione ha dunque conferito rango legislativo agli orientamenti manifestati anche dalla giurisprudenza contabile volti ad affermare la natura di finanziamento dell'upfront, quale anticipo immediato di liquidità.

La suddetta qualificazione ha fondamentali implicazioni sotto il profilo contabile e dell'utilizzo dei flussi a tale titolo percepiti. Trattandosi, invero, di forme di indebitamento, le stesse non possono essere utilizzate per il finanziamento di spese correnti ai sensi dell'art. 119, ultimo comma, della Costituzione, ma soltanto per finanziare spese di investimento.

Per i profili contabili va richiamato il punto 24 del principio contabile n. 2 (nel testo approvato dall'Osservatorio del Ministero dell'Interno per la finanza e la contabilità degli enti locali nel 2009, reperibile sul sito web Guida agli Enti Locali – Osservatorio sulla Finanza locale), ai sensi del quale *"I flussi in entrata "una tantum" conseguenti la rimodulazione temporale o la ridefinizione delle condizioni di ammortamento - i cosiddetti "upfront" - vengono contabilizzati, in attesa di una puntuale definizione normativa, nel Titolo IV cat. 4[^] dell'entrata"*.

Nonostante il riferimento normativo letterale contenuto nel prefato art. 62, comma 9, concerna il solo *"premio incassato al momento del perfezionamento"* dell'operazione, la qualifica di indebitamento appare doversi riferire anche ad altre forme di anticipi di liquidità realizzati attraverso operazioni derivate che possiedono i caratteri sostanziali di un finanziamento della controparte bancaria all'ente territoriale. Per poter operare tale qualificazione rileva *in primis* il carattere della certezza della percezione da parte dell'ente pubblico della liquidità erogata dalla

⁹ Ai sensi dell'art. 3 comma 17 della legge finanziaria 2004, *"costituiscono indebitamento, agli effetti dell'articolo 119, sesto comma, della Costituzione, l'assunzione di mutui, l'emissione di prestiti obbligazionari, le cartolarizzazioni di flussi futuri di entrata e le cartolarizzazioni con corrispettivo iniziale inferiore all'85 per cento del prezzo di mercato dell'attività oggetto di cartolarizzazione valutato da un'unità indipendente e specializzata. Costituiscono, inoltre, indebitamento le operazioni di cartolarizzazione accompagnate da garanzie fornite da amministrazioni pubbliche e le cartolarizzazioni e le cessioni di crediti vantati verso altre amministrazioni pubbliche nonché, sulla base dei criteri definiti in sede europea dall'Ufficio statistico delle Comunità europee (EUROSTAT), l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate. Non costituiscono indebitamento, agli effetti del citato articolo 119, le operazioni che non comportano risorse aggiuntive, ma consentono di superare, entro il limite massimo stabilito dalla normativa statale vigente, una momentanea carenza di liquidità e di effettuare spese per le quali è già prevista idonea copertura di bilancio. Modifiche alle predette tipologie di indebitamento sono disposte con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, sentito l'ISTAT, sulla base dei criteri definiti in sede europea"*.

controparte bancaria. In tal senso, deve qualificarsi come sostanziale upfront, ad esempio, quello derivante da operazioni che prevedano lo scambio di tassi fissi, sia esso da effettuarsi al momento iniziale, sia esso da effettuarsi nel corso del contratto. Considerata la sostanziale identità di natura, si ritiene che tali erogazioni debbano avere il medesimo trattamento contabile dell'upfront e appaiono assoggettate alla *golden rule* sancita dall'art. 119, ult. co., Cost.

Carattere di certezza e di erogazione immediata di liquidità presenta altresì la corresponsione all'ente di una somma a titolo di unwinding di un'operazione derivata estinta anticipatamente. La funzione di finanziamento è evidente nell'ipotesi in cui la banca liquidi un unwinding superiore al mtm che l'operazione quota per l'ente pubblico: in tal caso, infatti, vi è un delta positivo a favore dell'ente che, dovendosi di regola escludere l'effettuazione di erogazioni liberali da parte di società di capitali, è da intendersi quale anticipo di liquidità destinato a essere restituito. L'estinzione anticipata di un'operazione derivata può essere infatti collegata all'accensione di una o più nuove operazioni con la controparte, alla luce delle quali ne va apprezzata la reale funzione. In verità, anche nella percezione di un unwinding corrispondente o inferiore rispetto al mtm può ravvisarsi una funzione di finanziamento allorquando la chiusura anticipata sia accompagnata o seguita dall'attivazione di nuove operazioni con la controparte, mediante le quali avverrà presumibilmente la restituzione.

Ne consegue che anche per gli importi percepiti a titolo di unwinding sono vevolevoli le considerazioni sopra svolte circa l'imputazione al Titolo IV delle Entrate e la non utilizzabilità per il finanziamento di spese correnti. In tal senso è anche il richiamato Principio contabile 2, punto 24, ai sensi del quale *"I flussi in entrata "una tantum" conseguenti la rimodulazione temporale o la ridefinizione delle condizioni di ammortamento (i cosiddetti "upfront") vengono contabilizzati, in attesa di una puntuale definizione normativa, nel Titolo IV cat. 4[^] dell'entrata". Nello stesso modo vengono contabilizzate le regolazioni dei flussi annuali che non hanno natura di scambio di soli interessi".*

Per quanto concerne i differenziali periodici derivanti dallo scambio di flussi tra le parti, appaiono percorribili sia l'orientamento manifestato da questa (del. n. 12, 44 e 45 del 2009) come anche da altre Sezioni regionali di controllo (Lombardia, del. n. 19/2008, n. 596/2007) concernente la loro imputabilità al Titolo IV quali plusvalenze che originano dall'attivazione di clausole contrattuali legate all'oggettivo andamento di parametri di mercato, sia quello secondo cui gli stessi sono imputabili al Titolo III, ma utilizzabili esclusivamente per il finanziamento di spese di investimento o quali accantonamenti destinati a garantire i rischi assunti con lo swap. In tale ultimo senso è anche il prefato punto 24 del Principio contabile

n. 2 in base al quale *"La regolazione annuale di differenze di flussi di interessi trova rilevazione rispettivamente, per l'entrata nel Titolo III e per la spesa nel Titolo I del bilancio. L'eventuale differenza positiva viene accantonata in un apposito fondo, contenuto a fine esercizio nell'avanzo di amministrazione, destinato a garantire i rischi futuri del contratto o direttamente destinabile al finanziamento di investimenti"*.

Sempre il ricordato Principio contabile ribadisce la distinzione, anche ai fini contabili, tra derivato e passività sottostante precisando che *"La rilevazione dei flussi finanziari conseguenti l'esistenza di contratti "derivati" in relazione al sottostante indebitamento avviene nel rispetto del principio dell'integrità del bilancio. Pertanto dovranno trovare separata contabilizzazione i flussi finanziari riguardanti il debito originario rispetto ai saldi differenziali attivi o passivi rilevati nel bilancio a seguito del contratto "derivato"*.

PARTE SECONDA
RISULTANZE ISTRUTTORIE

Premessa metodologica

L'indagine è stata condotta sulla base dei dati e delle informazioni fornite dagli enti in esito a un questionario predisposto dalla Sezione e inviato ai 67 enti locali che, sui 588 complessivi del Veneto (581 Comuni, 7 Province), risultavano aver stipulato contratti di finanza derivata dalle relazioni trasmesse dagli organi di revisione degli Enti locali ex art. 1 commi 166 e seguenti della legge 23 dicembre 2005 n. 266 (legge finanziaria per il 2006).

Per esigenze di omogeneità di trattamento della base dati nella elaborazione delle tabelle e dei grafici si è fatto esclusivo riferimento alle informazioni e ai dati resi dagli enti in risposta al suddetto questionario, anche in caso di discordanze o manchevolezze rispetto agli elementi istruttori resi alla Sezione ad altro titolo e, in particolare, a quelli acquisiti nell'esercizio delle funzioni di cui all'art. 1, commi 166 e seguenti, della legge 23 dicembre 2005, n. 266 (legge finanziaria per il 2006), dei quali si è tenuto comunque conto nell'ambito della valutazione delle informazioni rese in esito ai questionari.

In alcuni casi gli enti non sono stati in grado di fornire in modo completo le risposte in riferimento a talune variabili d'indagine. Ciò ha implicato l'impossibilità di utilizzare sempre l'intera popolazione d'indagine (ossia tutti i 67 enti) per analizzare ogni variabile di indagine. Pertanto, per ciascuna elaborazione statistica è stato specificato il campione utilizzato (cioè il sottoinsieme dei 67), individuato quale novero di enti che hanno fornito una risposta completa alla singola domanda o record.

Per quasi tutte le variabili oggetto di indagine sono state predisposte tabelle che, di regola, prospettano la disaggregazione dei dati raccolti, raggruppati per anno, per tipologia di ente (Province e Comuni e, di questi, i Comuni capoluogo) e per provincia di appartenenza degli enti. Per gli anni 2010 e 2011 chiaramente non può che trattarsi delle previsioni o delle stime effettuate dagli enti e indicate nelle risposte al questionario.

1. Riferimenti demografici

Dei 67 enti oggetto di indagine, passati dal 2007 a 66, 6 sono Province (Belluno, Padova, Rovigo, Venezia, Verona, Vicenza) e 57 (erano 58 nel 2006) sono Comuni, dei quali 3 sono capoluogo.

Tabelle 1 Enti locali veneti oggetto di indagine

Le tabelle 2 forniscono i riferimenti demografici relativi alla popolosità degli enti oggetto di indagine, disaggregati negli anni considerati per tipologia di enti e

per provincia. La popolazione residente, in lieve crescita negli anni oggetto di indagine, a fine 2009 si attestava nelle complessive 6 Province esaminate, a circa 4 milioni di abitanti, dei quali quasi 600mila siti nei 3 capoluoghi interessati e ulteriori 100mila circa insediati nei Comuni non capoluogo.

Tabelle 2 Popolazione residente negli enti oggetto di indagine

2. L'indebitamento dei comuni e delle province oggetto di indagine

Lo stock di debito complessivo degli enti esaminati ha registrato dal 2006 al 2009 una progressiva diminuzione, per passare da circa due miliardi e 700milioni di euro a circa due miliardi e 350milioni di euro. Tale diminuzione è dovuta in gran parte alla discesa, nello stesso periodo, del debito complessivo dei tre Comuni capoluogo (da circa un miliardo e 100 milioni di euro a circa 850milioni di euro) e delle 6 Province (da circa 930 a circa 870 milioni di euro); in lieve rialzo il trend registrato dal debito dei Comuni non capoluogo (da circa 515 a circa 526milioni di euro).

Tabelle 3 Indebitamento

Il debito degli enti analizzati si compone, quasi integralmente e con quote tendenzialmente equivalenti, di mutui e prestiti obbligazionari, entrambi complessivamente diminuiti dal 2006 al 2009. L'incidenza delle altre tipologie di debito (es. aperture di credito) è marginale.

Disaggregando l'analisi per tipologia di ente, circa la metà del debito degli enti esaminati è detenuto dalle Province, per oltre il 20% dai Comuni capoluogo, per meno del 30% dai Comuni minori.

Tabelle 4 Composizione debito

3. L'utilizzo degli strumenti finanziari derivati nella gestione del debito

Degli enti locali presenti nel Veneto (581 Comuni, 7 Province), dal 2006 a oggi hanno o hanno avuto in essere strumenti finanziari derivati 6 Province (Belluno, Padova, Rovigo, Venezia, Verona, Vicenza) e 57 (erano 58 nel 2006) Comuni, dei quali 3 capoluoghi (Venezia, Verona, Rovigo). L'istruttoria ha rilevato circa un centinaio di contratti, dei quali nel 2009 se ne registravano 21 complessivamente intestati alle 6 Province e 9 ai 3 Comuni capoluogo.

Tabelle 5 Numero contratti derivati

L'analisi che segue ha a oggetto i soli enti che hanno fornito il dato dell'indebitamento e del nozionale annuale negli anni 2006/2009, ossia circa 55 enti, pari a oltre l'80% del totale. Negli enti esaminati il nozionale complessivo di debito coperto da derivati è prima salito da 915 milioni di euro circa a fine 2006 a oltre un miliardo di euro per poi attestarsi a circa 960 milioni di euro a fine 2009. Mediamente la quota di nozionale coperta da derivati negli enti in questione ha registrato un trend in complessivo aumento, passando dal 36% del 2006 al 43% nel 2009 (nel 2007 tale percentuale si è attestata al 51%). In tale ambito, è rimasto sostanzialmente stabile, intorno ai 320 milioni di euro, il nozionale complessivo oggetto di derivati detenuto dalle Province (intorno al 35% del rispettivo stock di debito); il dato riferito ai Comuni non capoluogo è sceso dai circa 290 milioni di euro del 2006 (56% del rispettivo stock di debito) a meno di 250 milioni di euro nel 2009 (47% del rispettivo stock di debito); il dato riferito ai Comuni capoluogo, di circa 300 milioni di euro nel 2006 (27% del rispettivo stock di debito) e quasi raddoppiato nel 2007 (passando al 65% del rispettivo stock di debito), si attesta a poco meno di 400 milioni di euro a fine 2009 (46% del rispettivo stock di debito).

Tabelle 6 Numero contratti derivati attivati dagli enti nel campione

Tabelle 7 Nozionale oggetto di derivati

Tabella 8 Quota di nozionale oggetto di derivati (%)

La seguente tabella mostra che la durata dei derivati esaminati si attesta mediamente intorno ai 15 anni.

Tabelle 9 Durata media dei derivati

Dalle risposte al Questionario è emerso che rispetto al piano di ammortamento del nozionale sottostante la durata del derivato è stata per la più gran parte uguale, per una quota non maggioritaria, ma significativa inferiore, per una quota nettamente minoritaria maggiore. A tale ultimo proposito si pone infine in luce che, in base al principio della necessaria accessorietà del derivato rispetto alla passività sottostante, che si è visto essere declinato in molteplici aspetti dalla normativa e dalle circolari ministeriali illustrate nei pertinenti capitoli della Parte Prima, si nutrono perplessità in ordine alla legittimità della previsione per il derivato di una durata superiore rispetto all'ammortamento, e dunque all'estinzione, della passività sottostante: è, infatti, evidente come per l'eccedenza temporale, in difetto di sottostante, il derivato viene di fatto a creare nuovo e autonomo debito, con un

effetto equivalente a quello di un procrastinamento della restituzione del debito cui si riferisce, effetto che si è visto essere vietato.

Questionario – Risposta 4

4. Effetto dei derivati sulla struttura del tasso di interesse sull'esposizione debitoria sottostante

Va premesso come i derivati possano essere utilizzati al fine di modificare la struttura del tasso di interesse di un'esposizione debitoria sottostante, determinandone il passaggio da tasso fisso (ossia prefissato in una determinata percentuale) a variabile (ossia predeterminato soltanto nei criteri, ma non anche nell'ammontare, che varia nel corso della durata contrattuale in relazione al variare dei parametri di mercato ai quali i criteri di determinazione del tasso sono ancorati) e viceversa, oltre che, potendo determinare anche combinazioni delle suddette tipologie di tasso. L'utilizzo di derivati consente dunque di operare una ristrutturazione in forma c.d. "sintetica" dell'esposizione debitoria sottostante, non solo lasciandola in essere (in ciò il derivato costituisce uno strumento alternativo rispetto all'estinzione della posizione sottostante e all'attivazione di una nuova posizione debitoria), ma anche lasciandola in essere esattamente così com'è (in ciò il derivato costituisce uno strumento alternativo rispetto alla rinegoziazione, con la quale si determina sostanzialmente una novazione del rapporto debitorio sottostante modificandone la struttura, es. nel tasso, nella durata, nelle modalità e nei tempi di ammortamento).

In costanza di ristrutturazioni operate tramite derivati, invero, la posizione debitoria sottostante viene lasciata intatta in quanto la ristrutturazione viene attuata affiancando al sottostante una nuova struttura finanziaria che va a generare flussi paralleli a quelli generati dal debito sottostante, sostanzialmente operando solo sugli effetti finali che derivano in capo all'ente dall'agire combinato della struttura debitoria sottostante con quella derivativa collaterale. Quando la ristrutturazione in forma sintetica riguarda i tassi, come nel caso di utilizzo di IRS (interest rate swap), essa di regola avviene mediante la previsione di uno scambio di flussi finanziari tra l'ente e la controparte bancaria, tale per cui l'ente riceve dalla banca i flussi che paga (come oneri per interessi) sulla sottostante esposizione debitoria, i cui effetti vengono in tal modo neutralizzati, e corrisponde alla banca (o riceve dalla medesima) i flussi previsti dalla nuova struttura di tasso introdotta dal derivato la quale, a seguito della detta neutralizzazione degli effetti finanziari della esposizione sottostante, diventa di fatto la nuova ed effettiva struttura di tasso cui è soggetto il debito dell'ente.

Ciò premesso, passando agli esiti dell'istruttoria svolta in ordine all'effetto dei derivati sulla struttura del tasso di interesse sull'esposizione debitoria sottostante, essa ha avuto a oggetto i 53 enti (dei 66 sottoposti a indagine) che hanno fornito al riguardo dati completi (54 nel 2006 e 55 nel 2007 e 2008), per circa 90 contratti (sui circa 100 totali).

Su una struttura di tasso sottostante sul complessivo debito degli enti esaminati che vede tendenzialmente paritarie la quota di debito a tasso fisso e quella a tasso variabile, con la componente a tasso fisso cresciuta dal 47% al 56% nel periodo 2006-2009 (con reciproca diminuzione della componente a tasso variabile), i derivati hanno operato nel senso inverso, di trasformare una rilevante quota dell'esposizione in debito a tasso variabile. Tale effetto ha avuto il proprio apice nel 2006 e nel 2007 in cui, anche in virtù dell'utilizzo di derivati, il 90% (91% nel 2007) del debito nozionale degli enti analizzati è stato configurato come debito a tasso variabile. Tale tendenza si è via via attenuata nel 2008 e nel 2009, in cui la componente del debito che, anche a seguito dell'utilizzo dei derivati, ha assunto una struttura di tasso variabile, è scesa prima all'80% e poi al 71%, quote che comunque restano ampiamente maggioritarie.

Tabella 10 Effetto finale dei derivati sulla struttura dei tassi di interesse sottostanti

Se si esaminano i circa 80-90 contratti considerati, emerge che negli anni 2006-2006 soltanto una quota intorno al 15% dei contratti ha determinato un passaggio della struttura di tasso da variabile a fisso e che meno del 10% dei contratti ha mirato a modificare il tasso sempre nell'ambito di strutture a tasso fisso. Per contro, circa il 25-30 per cento dei contratti ha modificato il tasso ma sempre nell'ambito di strutture a tasso variabile, mentre oltre la metà dei contratti ha operato nel senso di trasformare la struttura dei tassi da fisso a variabile.

Tabella 11 Effetto dei singoli derivati sulla struttura dei tassi di interesse sottostanti - numero contratti e percentuale

Le suddette proporzioni sono tendenzialmente valide anche disaggregando l'analisi per tipologia di ente, come da successiva tabella

Tabella 12 Effetto dei singoli derivati sulla struttura dei tassi di interesse sottostanti - numero contratti per tipo ente

Se si disaggregano i contratti esaminati in base alla tipologia, emerge che gli IRS con opzione Floor hanno operato in un solo caso nel senso di modificare la struttura di tasso ma sempre nell'ambito di strutture fisse, mentre negli altri casi

hanno agito nella direzione di determinare il passaggio da tasso fisso a tasso variabile. Gli IRS con opzione CAP e gli IRS Collar hanno sempre operato nel senso di confermare la struttura variabile, pur modificandola, ovvero di operare il passaggio da tasso fisso a variabile, come del resto coerente con la loro struttura. Con altrettanta coerenza, gli swap di ammortamento hanno modificato la struttura di tasso sempre nell'ambito di strutture fisse.

Tabella 13 Effetto dei singoli derivati sulla struttura dei tassi di interesse sottostanti - numero contratti per tipo contratti

Se si prende in considerazione il nozionale dei contratti in questione, a fronte delle quote minoritarie relative ai derivati che hanno operato nel senso di confermare la struttura fissa o di trasformare quella variabile in fissa, ben maggiori si confermano le quote dei contratti con i quali è stata confermata la struttura variabile ovvero trasformata la previgente struttura fissa in struttura variabile di tasso.

Tabella 14 Effetto dei singoli derivati sulla struttura dei tassi di interesse sottostanti - nozionale contratti e percentuale

Le elaborazioni di cui si è sopra dato conto, realizzate sulla base dei dati quantitativi resi dagli enti, sono tendenzialmente confermate dalle risposte date nella parte narrativa del Questionario inviato dalla Sezione, sia pur con lievi discordanze numeriche, verosimilmente dovute alla diversa natura degli elementi richiesti, per l'appunto da un lato dati quantitativi specifici e puntuali e dall'altro lato informazioni più generali. Anche dalle risposte alla parte narrativa del Questionario emerge che, a fronte di una esposizione debitoria sottostante in gran parte a tasso fisso, i derivati utilizzati hanno operato, in larga prevalenza, nella direzione di determinare il mutamento della struttura di tasso da fisso a variabile.

Questionario - Risposta 1

Questionario - Risposta 3

Va posto in luce che proprio gli anni nei quali maggiore è stato l'utilizzo di strumenti finanziari derivati al fine di trasformare la struttura del tasso sull'esposizione debitoria sottostante da tasso fisso in tasso variabile vi erano aspettative rialziste dei tassi, come evidenziato dalla curva Euribor a 6 mesi di cui alla Tabella 35, rilevata al 31.12, nonché dalle molteplici curve Euribor a 6 mesi, rilevate in diverse date ma sempre collocate nel periodo 2006-2009, che sono state

acquisite nell'ambito delle diverse istruttorie svolte, ex art. 1 commi 166 e seguenti della legge n. 266/2005, su specifiche operazioni di finanza derivata.

Su un'ampia parte dei contratti che hanno operato il suddetto effetto di trasformazione del tasso da fisso a variabile e, segnatamente, su quelli attivati in periodi caratterizzati da aspettative rialziste dei tassi, non possono non avanzarsi perplessità sull'adeguatezza delle operazioni poste in essere rispetto alla struttura debitoria sottostante e sulla conformità delle stesse rispetto al canone comportamentale del contenimento del rischio al quale, come meglio esplicitato nella Parte Prima della presente relazione, inerente al quadro normativo, deve essere sempre improntata la gestione del pubblico denaro. Per contro, la trasformazione del tasso fisso in variabile, ove operata in costanza di aspettative rialziste dei tassi, produce l'effetto di far assumere esattamente il rischio atteso (per l'appunto il rialzo dei tassi di interesse) a un ente che ne era originariamente immune (proprio in quanto indebitato a tasso fisso), suscitando per tale verso perplessità sotto il profilo della compatibilità con il surrichiamato canone del contenimento del rischio e dell'adeguatezza dell'operazione alle esigenze finanziarie dell'ente.

Va anche evidenziato in proposito come le istruttorie svolte ex art. 1 commi 166 e seguenti della legge n. 266/2005 abbiano mostrato come tale criticità sia stata sovente accentuata e resa esponenziale dalla struttura delle leve contrattuali, non di rado tarate in modo da moltiplicare gli effetti finanziari collegati dal contratto derivato al verificarsi del rischio atteso e posto a carico dell'ente pubblico (come detto, nella maggior parte dei casi si è trattato del rischio di rialzo dei tassi di interesse) e da contenere gli effetti finanziari collegati dal contratto derivato al verificarsi dell'evento favorevole all'ente e sfavorevole alla controparte bancaria (nella più parte dei casi rischio di ribasso dei tassi) (cfr. delibere di questa Sezione n. 127/2008, 12, 44, 45, 88, 115, 116 del 2009, 3/2010). In tal senso sono stati rilevati diversi contratti derivati nei quali al rialzo dei tassi è conseguito l'esborso da parte dell'ente pubblico di flussi finanziari di ammontare multiplo, talora anche di diverse decine di volte, rispetto a quelli erogati dalla controparte bancaria all'ente pubblico nell'inversa ipotesi del ribasso dei tassi. Ciò quale contropartita di possibili riduzioni degli oneri per interessi previsti dall'indebitamento tradizionale sottostante, riduzioni all'evidenza soltanto ipotetiche in quanto legate all'eventualità del ribasso dei tassi di mercato, peraltro in un contesto in cui le aspettative degli operatori professionali erano esattamente quelle opposte e ad ogni modo minimali rispetto ai possibili esborsi che l'ente avrebbe subito nel caso contrario del rialzo dei tassi.

In siffatti contratti dunque la finalità di speculazione (ad opera della controparte bancaria) sul rischio al quale il contratto ha esposto la parte pubblica si è appalesata come prevalente rispetto alla finalità di contenimento degli oneri del servizio del debito a carico dell'ente pubblico, proprio in virtù di una leva contrattuale tarata in modo tale da amplificare gli effetti sulle parti, in termini di flussi finanziari tra le stesse corrisposti, di movimenti rialzisti dei tassi (ai danni dell'ente pubblico e a vantaggio della controparte bancaria) e da contenere gli effetti collegati a movimenti ribassisti dei tassi (a vantaggio dell'ente pubblico e ai danni della controparte bancaria), per di più in momenti storici in cui i movimenti rialzisti sono dati come più probabili di quelli ribassisti. In altri termini, le surrichiamate delibere hanno accertato che in taluni casi contratti che in base alla normativa dovrebbero avere la funzione di proteggere l'ente locale sono stati di fatto congegnati in modo tale da esporre l'ente locale a rischi e oneri ampiamente multipli rispetto a quelli sopportati dalla banca, per di più sovente a fronte di vantaggi finanziari esigui e spesso concentrati nella fase iniziale del contratto, con un funzionamento concreto assimilabile a quello di un finanziamento iniziale nelle fasi in cui l'architettura delle prestazioni contrattuali è tale da far conseguire vantaggi all'ente, seguito dalla restituzione del finanziamento e dei relativi oneri, talora anche molto ingenti, nelle fasi in cui l'architettura contrattuale è congegnata in modo da minimizzare i rischi e oneri per la banca e da amplificare in modo esponenziale i rischi e oneri a carico dell'ente.

5. Tipologie di strumenti derivati utilizzati

Come può vedersi dalla Tabella 10, oltre l'85% dei contratti derivati in essere negli anni 2006-2009 presso gli enti oggetto di indagine sono contratti di IRS. Di questi la più gran parte sono collar (oltre 65% del totale negli anni suddetti) e, in misure minori, IRS abbinati a opzioni Floor (oltre il 10% del totale) o Cap (oltre il 5% del totale). Oltre il 10% dei contratti in questione sono swap di ammortamento.

Tabella 15 Tipologie di contratti utilizzati

Venendo più nel dettaglio alle caratteristiche e problematiche inerenti alle tipologie di contratti riscontrate, lo swap su tasso di interesse (interest rate swap) ha quale contenuto l'impegno assunto tra due soggetti "di scambiarsi regolarmente flussi di interessi, collegati ai principali parametri del mercato finanziario, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti" (art. 3, comma 2, lett. a, d.M. n. 389/2003) e di regola calcolati su un determinato capitale di riferimento,

detto "nozionale". L'operazione derivata è volta a consentire il mutamento della struttura di tasso di un preesistente indebitamento, consentendone ad esempio la trasformazione da esposizione a tasso variabile in esposizione a tasso fisso o viceversa oppure la modifica del relativo piano di ammortamento secondo le condizioni contrattuali previste dal derivato (come già visto nella Parte I, le modifiche del piano di ammortamento sono consentite soltanto entro il limite fissato dalla lettera f) della disposizione citata, secondo cui *"ove i flussi con (le operazioni derivate) ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore a 1% del nozionale della sottostante passività"*).

Per poter mutare la struttura di tasso del sottostante, l'operazione passa anzitutto attraverso la neutralizzazione finanziaria, in sostanza l'azzeramento, degli interessi passivi relativi all'indebitamento sottostante: ciò avviene attraverso la previsione a carico della banca dell'obbligo di corrispondere all'ente locale, su un nozionale coincidente con il sottostante indebitamento oggetto di ristrutturazione sintetica mediante derivati, interessi attivi di identico ammontare (e dunque un tasso corrispondente alla media ponderata dei tassi passivi gravanti sul Comune), di regola secondo un identico piano di ammortamento (peraltro nell'ambito di ristrutturazioni complesse operate da enti maggiori sono stati riscontrati derivati con struttura temporale non coincidente con il piano di ammortamento del sottostante). Se gli interessi pagati dalla banca all'ente locale sono volti ad azzerare gli interessi passivi pagati dall'ente sul proprio indebitamento sottostante, gli interessi passivi pagati dall'ente locale alla banca sono quelli che determinano in capo al primo la trasformazione dei tassi originari swappati alla banca nel nuovo tasso previsto dal contratto di swap; in altri termini, poiché l'ente locale vede ormai neutralizzati i suoi interessi passivi di partenza in virtù dei corrispondenti interessi attivi corrispostigli dalla banca, si trova di fatto a pagare, come vero differenziale, soltanto il nuovo tasso di interesse individuato secondo le condizioni fissate dallo swap.

Le condizioni contrattuali fissate dal derivato sono più articolate e complesse rispetto al tasso fisso originario, in quanto si sviluppano secondo una griglia di tassi, fissi o variabili, in cui la concreta individuazione del tasso applicabile viene operata di volta in volta, in ciascuna "fixing date" con cadenza periodica (sovente semestrale), a seconda del valore in quel giorno rilevato per il tasso al quale le parti hanno contrattualmente stabilito di parametrare l'operazione e applicato al nozionale di riferimento o del periodo trascorso (*in arrears*) oppure al periodo a

venire (*in advance*). Essendo l'individuazione del tasso di volta in volta applicabile per la regolazione dei flussi legata all'andamento di un parametro esogeno di riferimento, essa, come tale, non è nota *a priori*, ma può essere conosciuta con certezza soltanto in occasione delle rilevazioni periodiche contrattualmente stabilite; ne consegue che gli oneri per interessi, e la conseguente vantaggiosità/svantaggiosità del contratto per l'una o per l'altra parte, non sono quantificabili con esattezza al momento della stipula, ma sono soltanto stimabili in via probabilistica in relazione alle previsioni concernenti il futuro andamento del parametro di riferimento.

Tale tasso parametro, nel caso di swap che determina il passaggio da tasso fisso a tasso variabile, è sovente l'Euribor (Euro Interbank Offered Rate). Trattasi di un valore convenzionale dato dalla media dei tassi ai quali avvengono le transazioni finanziarie in euro tra le principali banche mondiali, quali dalle stesse giornalmente comunicati. Il tasso EURIBOR è pubblicato quotidianamente dall'Euribor Panel Steering Committee. La periodicità contrattualmente prescelta coincide di regola con la periodicità stabilita per la regolazione dei flussi periodici (es. Euribor a 6 mesi se le fixing date sono semestrali).

Come correttamente osservato dalla Sezione regionale di controllo per il Friuli Venezia Giulia, nella delibera 25 novembre 2009 n. 268/2009/VSGF, *“La reciprocità dello scambio dei flussi tra le parti contrattuali, che sottende la loro pluralità, è un elemento caratterizzante l'IRS, che lo differenzia da altre figure contrattuali, come ad esempio dai cosiddetti contratti derivati “differenziali”, che si connotano per la presenza di un unico flusso finanziario equivalente alla differenza tra due valori (non noti ab initio) di cui sono stati predeterminati i criteri di quantificazione. La reciprocità dei flussi non è contraddetta dall'esistenza di una loro (parziale) compensazione legale, che rinviene i suoi presupposti nella reciprocità delle obbligazioni di pagamento, nella contemporaneità della loro scadenza e nella liquidità ed esigibilità dei debiti corrispondenti.*

Gli IRS sono contratti di natura consensuale, ad effetti obbligatori e ad esecuzione periodica che, in quanto stipulati con enti pubblici nell'ambito della prestazione di un servizio di investimento richiedono ad substantiam la forma scritta. Sono inoltre contratti di natura aleatoria nei quali la misura delle prestazioni dovute dalle parti dipende dal verificarsi di eventi incerti connessi agli andamenti del parametro di riferimento e caratterizzati dall'intuitu personae in quanto la condizione soggettiva (rating) delle parti incide sul cosiddetto rischio di credito (e più precisamente su quella sua componente denominata rischio di controparte o di sostituzione) che possiede una sua autonoma quotazione nell'ambito del contratto e ai fini della determinazione del valore delle prestazioni dovute dalle parti. Alla luce

della specifica disciplina legale cui sono assoggettati gli IRS degli enti locali, si deve ritenere che siano attratte nella causa del contratto e ne rappresentino quindi essenziale elemento costitutivo sia l'accessorietà del contratto a passività sottostanti effettivamente esistenti sia la sua finalizzazione, che deve essere diretta ad uno scambio di flussi monetari preordinato alla riduzione del costo finale del debito e dell'esposizione ai rischi di mercato. Il contratto derivato rimane comunque giuridicamente del tutto svincolato dal rapporto (di debito) sottostante, le cui obbligazioni dovranno essere dall'ente adempiute indipendentemente dalle vicende finanziarie che verranno ad interessare il contratto derivato, il quale, a seconda dei suoi esiti, produrrà effetti che costituiranno un sollievo oppure un aggravio finanziario per l'ente".

Con l'interest rate collar "all'acquirente viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di un minimo e un massimo prestabiliti" (art. 3, comma 2, lett. d, d.M. n. 389/2003). Si tratta di un'operazione di finanza derivata che consiste nella combinazione di un IRS con opzioni di Floor e di Cap. Tali opzioni accedono di regola a contratti in cui le prestazioni di una o di entrambe le parti sono variabili in quanto ancorate all'andamento di parametri esogeni di riferimento, al fine di mitigare, circoscrivendola entro soglie prestabilite, l'esposizione ai rischi connessi alla variabilità del parametro.

Segnatamente, il Floor assicura alla parte che ne è acquirente (la Banca) che la parte che ne è venditrice (l'ente locale) le corrisponderà un determinato tasso di interesse fisso ove il tasso di riferimento scenda sotto una soglia predeterminata, garantendole in tal modo protezione contro il rischio di ribasso del tasso di mercato; l'ente locale assume dunque la veste di soggetto datore di protezione.

Con l'interest rate cap "l'acquirente viene garantito da aumenti del tasso di interesse da corrispondere oltre il livello stabilito" (art. 3, comma 2, lett. c, d.M. n. 389/2003): il Cap assicura quindi al soggetto che ne è acquirente (l'ente locale) che, in caso di aumento del tasso parametro oltre una determinata soglia, esso continuerà comunque a pagare alla parte che ne è venditrice (la Banca) un tasso fisso predeterminato, garantendogli in tal modo protezione contro il rischio di rialzo del tasso di mercato. Va posto in luce che quanto più è elevato il tasso di Cap tanto maggiore è il rischio che assume l'ente, posto che resta comunque esposto a tutti rialzi che non superino la barriera (c.d. "trigger") oltre la quale si attiva il Cap.

Va poi evidenziato che sono stati rilevati contratti o clausole contrattuali che prevedono lo scambio di tassi di interesse fissi tra le parti. Tali tassi fissi sono applicati di regola sul medesimo nozionale di riferimento, che normalmente coincide con il piano di ammortamento del debito sottostante. Tale tipologia di contratti o clausole contrattuali è quindi tale da generare per le parti l'erogazione/percezione di

flussi finanziari certi il cui differenziale è equivalente alla differenza tra i tassi di interesse applicata al nozionale di riferimento.

Sono stati anche rilevati alcuni contratti, nell'ambito delle articolate ristrutturazioni finanziarie attivate dagli enti maggiori, in cui lo scambio di tassi fissi è previsto su nozionali differenti: in tal caso vi è sempre certezza in ordine all'*an* e al *quantum* dei flussi scambiati tra le parti, che sono integralmente determinati dalle clausole contrattuali; alla determinazione dei netting tra i flussi erogati/percepiti dalle parti contribuisce però non soltanto il differenziale di tasso, ma anche la diversa conformazione dei due ordini di nozionali di riferimento.

La certezza che caratterizza lo scambio dei flussi tra le parti e le relative risultanze induce a escludere che tali contratti o clausole possano qualificarsi come derivati, difettando quella dipendenza dell'*an* e del *quantum* delle prestazioni a carico delle parti dall'andamento futuro di variabili esogene, e dunque quell'aleatorietà, che costituisce l'elemento essenziale che ontologicamente connota i contratti derivati, il cui andamento e il cui valore per l'appunto "derivano" dall'evoluzione della variabile assunta a riferimento. Gli stessi si atteggiavano piuttosto a vere e proprie forme di finanziamento, di regola caratterizzate da una prima fase in cui il netting è favorevole all'ente locale, realizzandosi in tal modo un anticipo di liquidità, e da una seconda fase in cui il differenziale si inverte a vantaggio della banca, realizzandosi in tal modo la restituzione della liquidità in precedenza anticipata, normalmente maggiorata in misura assimilabile alla corresponsione di un tasso di interesse passivo. Va precisato che tale seconda fase, di restituzione del finanziamento, può essere realizzata, oltre che mediante lo scambio di tassi fissi, anche in virtù della stessa struttura del derivato che, ferma l'aleatorietà, può essere comunque modellato accentuando o riducendo i rischi e oneri posti a carico dell'una o dell'altra parte e dunque precostituendo condizioni contrattuali atte ad assicurare, con un livello molto elevato di probabilità, un esito favorevole o sfavorevole all'una o all'altra parte.

6. Tipologie di strumenti derivati utilizzati. Le ristrutturazioni finanziarie degli enti maggiori

In diversi enti di maggiori dimensioni (Province, Comuni capoluogo) si sono osservate più ampie e articolate operazioni di ristrutturazione dell'indebitamento o di gestione della liquidità e del debito, realizzate mediante la combinazione di più operazioni finanziarie, legate anche a emissioni obbligazionarie su mercati esteri. Tali operazioni rispondono tra l'altro alla finalità di consentire agli enti di finanziarsi direttamente sul mercato dei capitali in luogo che mediante il ricorso agli intermediari finanziari, in vista di possibili risparmi in termini di tassi passivi.

Invero, il ricorso diretto al mercato dei capitali, in luogo degli intermediari, consente, almeno in teoria, di risparmiare il margine di intermediazione, ossia quella quota del tasso di interesse che va a remunerare il servizio di intermediazione tra domanda e offerta di denaro che è reso dall'intermediario finanziario. Va tuttavia tenuto presente che, mentre gli operatori qualificati che si finanziano abitualmente sui mercati dei capitali dispongono delle strutture che consentono loro un accesso diretto a tali mercati e possono quindi beneficiare integralmente dei risparmi derivanti dalla mancata corresponsione del margine di intermediazione, per i soggetti non professionali che accedono ai mercati dei capitali in via meramente occasionale, quali sono gli enti locali, il suddetto risparmio in termini di margine di intermediazione può essere in qualche misura diminuito se non abbattuto dai costi che gli stessi debbono sopportare per accedere ai mercati medesimi, dal momento che tale accesso può realizzarsi soltanto in virtù dei servizi prestati dagli intermediari finanziari ivi abitualmente operanti. Vi è dunque un costo dell'intermediazione necessaria per poter accedere ai mercati che va ad abbattere il risparmio eventualmente conseguito in termini di miglior tasso e che va dunque tenuto in conto ai fini della valutazione del costo dell'operazione complessiva.

Va anche segnalato che, mentre il costo del finanziamento in forme tradizionali è tendenzialmente trasparente e di agevole percezione, trattandosi in sostanza del tasso di interesse passivo, il costo effettivo finale di tali forme più articolate di finanziamento è di gran lunga meno evidente, dovendo necessariamente emergere quale differenza tra il risparmio conseguito in termini di tasso corrisposto sul sottostante e un complesso di componenti di costo che possono essere molto articolate, non sempre dichiarate e talora difficilmente percepibili. Si pensi *in primis* alle commissioni che gli intermediari percepiscono sui servizi resi al fine di consentire l'accesso ai mercati, di regola tanto più ingenti quanto più numerosi e articolati sono i servizi in questione, ad esempio in relazione al coinvolgimento di ulteriori intermediari o di operatori altamente specializzati, all'operatività su piazze estere, all'esigenza di far fronte ai requisiti normativi, organizzativi, procedurali, patrimoniali eventualmente richiesti dai mercati in questione (es. requisiti di marginatura o di garanzia): il livello di sofisticazione dell'architettura complessiva dell'operazione si traduce di regola in corrispondenti costi commissionali proporzionali se non esponenziali, che sono veri e propri costi del debito, ma la cui percezione è di gran lunga meno immediata rispetto al costo delle forme di indebitamento tradizionale. Si pensi poi ai costi di "gestione" delle architetture finanziarie complesse, che richiedono nel continuo, solo per fare alcuni esempi, servizi di monitoraggio, valutazione, prezzatura, ponderazione di possibili strategie alternative o di copertura dai rischi assunti, tutti servizi ad elevatissima

specializzazione che presumibilmente l'ente locale non possiede al proprio interno e deve quindi acquisire all'esterno. Si pensi altresì ai costi "eventuali", ossia ai rischi assunti attraverso il ricorso all'ingegneria finanziaria, la cui individuazione e misurazione sono tanto più difficili quanto più numerose, articolate e correlate sono le operazioni da valutare, richiedendo anche in tal caso expertise professionali sofisticatissime che normalmente non appartengono agli enti locali.

Va anche considerato che, in forza del rilascio della dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31, comma 2, reg. CONSOB adottato con del. n. 1522/1998, vengono meno in capo all'intermediario gli specifici obblighi informativi previsti, anche in relazione ai costi dell'operazione, dalla normativa a tutela degli investitori non professionali, residuando a carico delle parti contrattuali soltanto gli obblighi civilistici generali di buona fede e correttezza. Ove tali dichiarazioni siano ritenute valide ed efficaci e fermo il rispetto dei suddetti obblighi civilistici generali, costituisce onere a esclusivo carico dell'ente locale individuare e quantificare i costi effettivi e complessivi dell'operazione.

Ancora, sono tutt'altro che trascurabili i costi "legali" che caratterizzano operazioni assoggettate ad accordi normativi privati finalizzati a disciplinare i rapporti tra soggetti che abitualmente e professionalmente operano su determinati strumenti finanziari, quali ad esempio gli ISDA (International Swap Dealers Association) Master Agreement. Al riguardo, in disparte il fatto che tali contratti-quadro sono sovente redatti in lingua inglese, l'adesione ai medesimi comporta di regola l'assoggettamento a ordinamenti e giurisdizioni straniere ovvero a sistemi arbitrali, con conseguente perdita delle garanzie offerte dall'ordinamento e dalla giurisdizione nazionale. Vanno anche segnalate le difficoltà e gli oneri aggiuntivi (es. domiciliazione estera, necessità di farsi assistere da legali *in loco* o da costosi studi internazionali) connessi alla spesso scarsa conoscenza ed esperienza delle regole e prassi inerenti al funzionamento dei meccanismi previsti da siffatti accordi-quadro o dagli ordinamenti esteri o dai sistemi arbitrali ai quali ci si va ad assoggettare. Va anche evidenziato che tali master agreement sono elaborati da associazioni private di operatori finanziari specializzati e sono ideati e strutturati per essere applicati tra soggetti esperti operanti con fine di lucro, con conseguente prevalenza delle regole del mercato sulle esigenze di salvaguardia del contraente più debole e meno esperto, quale è di regola una pubblica amministrazione, che invece caratterizzano la normativa finanziaria nazionale relativa ai soggetti non professionali.

Va quindi segnalata la complessità di architetture finanziarie siffatte, nonostante non di rado a monte delle medesime vi fosse un indebitamento di tipo tradizionale e tasso fisso, rispetto al quale non può non apparire, quanto meno

prima facie. Tali operazioni hanno visto spesso il coinvolgimento di più intermediari finanziari, non di rado appartenenti a gruppi diversi. Particolarmente arduo il calcolo dei costi impliciti di tale tipologia di operazioni, reso ancor più complesso dall'articolato intreccio dei diversi schemi contrattuali e dalla difficoltà di operarne un *netting* complessivo che faccia chiara luce sugli effetti finali dell'intero apparato finanziario e sulle commissioni che gli intermediari possono aver percepito eventualmente senza un'esplicita dichiarazione al riguardo. Considerata la necessità di supporti informativi e professionali specialistici, dei quali la Sezione non dispone, non è stato possibile procedere alla relativa quantificazione.

Venendo più nel dettaglio alle caratteristiche e problematiche inerenti alle tipologie di contratti riscontrate, va anzitutto menzionato l'amortising swap, il quale costituisce un contratto obbligatorio (in alternativa alla costituzione di un sinking fund) a fronte dell'emissione di prestiti con rimborso unico alla scadenza (c.d. "*bullet*"), volto a consentire la progressiva preconstituzione della provvista necessaria al rimborso del prestito (art. 41, comma 2, legge n. 448/2001; art. 2 d.M. n. 389/2003) mediante il versamento periodico da parte dell'ente locale di somme determinate secondo un piano di ammortamento contrattualmente fissato su un conto intestato all'intermediario sottoscrittore del prestito e detenuto da una banca terza, vincolato al rimborso del prestito. Tale tipologia di emissioni è stata peraltro vietata dall'art. 62, comma 10, del d.l. n. 112/2008, il quale ha abrogato l'art. 41, comma 2, primo periodo, della legge n. 448/2001, che consentiva agli enti di "*emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito*". Il Legislatore ha assunto dunque una netta presa di posizione in ordine a tale forma di gestione del debito che, effettivamente, rispetto a un prestito con ammortamento tradizionale (c.d. "*alla francese*"), espone l'ente locale a tipologie di rischio aggiuntive.

Al riguardo, *in primis*, essendo il conto intestato all'intermediario sottoscrittore del prestito, le somme ivi versate e i relativi interessi attivi fuoriescono definitivamente dalla sfera patrimoniale e di disponibilità dell'ente locale, per essere acquisiti a quella dell'intermediario intestatario, salvo il vincolo al rimborso del prestito. Tale vincolo, che rende il medesimo non aggredibile dai terzi creditori dell'intestatario, non è comunque assoluto, essendo cedevole rispetto ai crediti privilegiati legislativamente previsti (es. crediti tributari, crediti dei dipendenti, etc.). Inoltre, sovente il conto è detenuto da banche estere ed è pertanto soggetto al regime giuridico previsto nel rispettivo Paese, con conseguente esposizione dell'ente locale anche ai rischi di tipo legale connessi a eventuali

difformità di regolamentazione: rilevano in particolare la possibile minore entità delle garanzie normative poste a presidio della separatezza tra patrimonio dell'intermediario e valori detenuti per conto dei clienti e del vincolo di destinazione. Ancora, non può escludersi che la banca depositaria si renda in concreto inadempiente al vincolo di destinazione, consentendo nei fatti lo svincolo di somme a favore dell'intestatario; se nell'ordinamento nazionale la posizione dell'ente locale al riguardo ha sostanzialmente valenza di un pegno, ove il conto sia di diritto estero l'ente locale potrebbe godere di minori garanzie, secondo l'ordinamento in questione.

Quanto esposto sta a evidenziare che, pur privandosi l'ente locale progressivamente di somme destinate alla meritevole finalità di accantonamento della provvista necessaria a estinguere l'obbligazione alla scadenza, tale finalità potrebbe venire in concreto disattesa ove quelle somme venissero, nei fatti e per diverse possibili ragioni, in concreto sottratte a quella finalità, pur tuttavia restando ferma e integra in capo all'ente l'obbligazione da adempiere alla scadenza. In altri termini, qualora per varie possibili ragioni l'accantonamento effettuato non venisse in concreto destinato al rimborso al momento della scadenza, l'ente potrebbe trovarsi ad aver pagato due volte per lo stesso debito, una volta in virtù dell'accantonamento poi rivelatosi inutile e la seconda volta alla scadenza del prestito bullet nei confronti dei relativi portatori. L'ente si espone pertanto a un duplice rischio di insolvenza: quella della banca depositaria che, in assenza di un adeguato regime giuridico posto a tutela della separatezza delle somme di spettanza dei clienti, potrebbe determinare la devoluzione delle somme detenute dalla banca a favore dei propri creditori e quella dell'intermediario intestatario del conto che potrebbe determinare l'aggressione del conto da parte di propri creditori, che potrebbero essere, a seconda della disciplina prevista nell'ordinamento che viene in rilievo, anche antergati rispetto all'ente locale. Si espone poi ai rischi di possibili inadempimenti rispetto ai vincoli contrattualmente assunti in relazione alla destinazione delle somme accantonate da parte sia della banca depositaria sia dell'intestatario. A tali rischi si aggiunge poi quello che o la banca intestataria o la banca depositaria, avendo la disponibilità giuridica o materiale del fondo, possano appropriarsi indebitamente di quanto ivi presente.

Con riferimento all'alternativa del fondo di ammortamento (sinking fund) presso una banca depositaria, merita menzione il rischio assunto in virtù del deposito dei titoli nei quali viene investito il fondo. In tal modo l'ente assume, oltre al rischio di default degli emittenti dei titoli anche il rischio di default del soggetto depositario (o rischio di controparte), quanto meno in assenza di adeguati presidi di

separazione patrimoniale, non sempre garantiti dagli ordinamenti esteri con la stessa intensità con cui lo sono a livello nazionale.

Si è rilevato come talora questa tipologia di rischio sia mitigata dalla costituzione di garanzie reali (pegno) sui titoli e fondi depositati a vantaggio dell'ente locale, garanzie che comunque non valgono a escludere del tutto il rischio che i titoli o fondi pur oggetto di garanzia a favore dell'ente vengano di fatto sottratti a tale vincolo, rischio anche qui da apprezzarsi anche alla luce delle garanzie al riguardo offerte dall'ordinamento estero cui la vicenda è assoggettata (presidi assicurati alla separazione patrimoniale, efficienza dei meccanismi di recupero, certezza e tempi delle giustizie, etc.), la cui scarsa consistenza può costituire fonte di rischi aggiuntivi per l'ente locale, sovente difficili da individuare, prevedere e misurare con esattezza.

E' stata poi rilevata la vendita di credit default swap da parte di alcuni enti maggiori, sempre nell'ambito di articolate ristrutturazioni. Trattasi di contratti con i quali una parte assume nei confronti del portatore del cds un'obbligazione di garanzia per il rischio di insolvenza del debitore sui titoli oggetto del cds che, nei casi rilevati, sono titoli di debito emessi dallo Stato italiano: in sostanza, in virtù del cds, qualora il debitore principale venga a trovarsi in una situazione di default sui titoli di riferimento, sarà il venditore del cds a dover adempiere l'obbligazione portata dai titoli medesimi nei riguardi dell'acquirente del cds. In altri termini, tramite la vendita del cds l'ente locale assume su di sé il rischio del default dei titoli di riferimento.

In proposito, vanno anzitutto avanzati dubbi sulla legittimità di tali contratti alla luce del principio di tipicità delle operazioni derivate attivabili da parte di enti locali, posto che i cds non appaiono univocamente riconducibili alle fattispecie consentite dal d.M. n. 389/2003, in ordine a cui si è più ampiamente esposto nella Parte Prima.

Inoltre, trattandosi inequivocabilmente di vendita di protezione da parte dell'ente locale in ordine a rischi gravanti su soggetti terzi (controparte bancaria o acquirenti del cds), non possono non esprimersi perplessità sulla conformità di tali contratti con il principio del contenimento del rischio gravante sull'ente locale, sempre imposto dalla surrichiamata disciplina anche di fonte ministeriale di cui più ampiamente alla Parte Prima, posto che nel caso l'ente fa tutt'altro che ridurre o coprire il proprio rischio, venendo per contro ad assumere su di sé rischi originariamente gravanti su altri soggetti.

Va segnalato che, nei casi rilevati, trattandosi di bond emessi dallo Stato italiano, l'ente locale datore della garanzia presenta in verità un rischio di default per definizione più elevato di quello del debitore garantito, dal momento che nessun

soggetto emittente può avere un merito di credito superiore a quello dello Stato sovrano di appartenenza. Per di più va considerato che, essendo l'ente locale a sua volta creditore dello Stato sovrano (es. trasferimenti, contributi, etc.), vi è una correlazione tra il default dello Stato sovrano e il default dell'ente locale che accentua l'inferiorità del merito di credito di quest'ultimo rispetto al merito di credito dello Stato sovrano.

Alla luce di quanto sopra, la garanzia offerta da un soggetto con un merito di credito inferiore rispetto a quello del soggetto garantito, che in sé avrebbe un valore modesto dovendo essere per converso la garanzia di qualità tendenzialmente superiore a quella del debito garantito e caratterizzata da un rischio di default del garante il meno possibile correlato a quello del debitore garantito, viene ad assumere per contro un particolare pregio in quanto la vendita di cds, come quelle riscontrate ad opera degli enti in questione, si accompagna alla costituzione di un garanzia reale a favore della banca portatrice del cds sui titoli o fondi presenti nel deposito in *amortising* costituito presso la banca depositaria. Per tale via, il cds venduto dall'ente locale diviene una garanzia particolarmente pregiata, dal momento che in sostanza si risolve in una garanzia reale a favore della banca portatrice del cds sul denaro e sui titoli presenti nel *sinking fund*. Tale particolare pregio del cds assistito da garanzia reale venduto dall'ente locale ne determina un ingente valore di mercato, la cui mancata percezione da parte dell'ente ovvero l'eventuale superiorità rispetto alla contropartita in cambio ricevuta, integra un'ulteriore forma di costo che, ove non dichiarato dall'operatore bancario e non stimato autonomamente dall'ente, resta un costo, di regola ingente, sostenuto in modo inconsapevole in termini di mancato guadagno.

Va altresì evidenziato come, in forza della vendita di cds, l'ente locale assuma un'esposizione particolarmente intensa al rischio di insolvenza dello Stato italiano, dal momento che tale insolvenza, oltre che concretizzare in capo all'ente locale l'obbligazione personale di garanzia, legittima, nel caso di contemporanea insolvenza del garante e del garantito, l'aggressione reale del *sinking fund* da parte del portatore del cds, con la conseguenza che l'ente locale viene a perdere le disponibilità vincolate nel fondo, in quanto escusse dal portatore del cds, mantenendo nel contempo integralmente le proprie obbligazioni nei confronti dei portatori dei bond emessi, le quali dovranno essere dunque fronteggiate attingendo a risorse ulteriori rispetto a quelle versate nel fondo. In termini più semplici, a seguito della vendita di cds, l'ente locale rischia di dover pagare due volte: una nei confronti dei portatori del cds in caso di default del titolo garantito e l'altra, ovviamente, nei confronti dei portatori dei titoli di debito emessi dall'ente locale medesimo.

In ciò si consideri che, quanto meno nelle operazioni esaminate, la contropartita della vendita del cds è il rilascio da parte della banca portatrice del cds di un pegno sul deposito costituito a suo favore presso la banca terza, escutibile in caso di default della banca portatrice del cds rispetto alle obbligazioni assunte nei riguardi dell'ente locale. E' interessante sottolineare come entrambe le contropartite, garanzia reale rilasciata dall'ente locale a favore della banca portatrice del cds, da un lato, e garanzia reale rilasciata dalla banca medesima a favore dell'ente locale, dall'altro lato, vertano entrambe sulle disponibilità costituite nel medesimo fondo, ossia su titoli e denaro di spettanza dell'ente locale. In altri termini, lo scambio è tale per cui la controparte bancaria non mette in campo alcuna sua disponibilità, mentre è l'ente locale a dover alimentare il fondo *in amortising* con denaro e titoli sui quali vertono contemporaneamente tre vincoli reali: *in primis* quello in favore della banca portatrice del cds (o eventualmente dei terzi ai quali la banca abbia lautamente venduto siffatta pregiata garanzia) nel caso di insolvenza dei titoli di riferimento; *in secundis* il vincolo in favore dei portatori dei bond emessi dell'ente locale, da escutersi eventualmente a scadenza; e, solo in ultima istanza, il vincolo in favore dell'ente locale nel caso di insolvenza della controparte bancaria, vincolo, si ribadisce, che è costituito a favore dell'ente medesimo su titoli e denaro non di un terzo, ma *ab origine* di sua spettanza.

7. L'upfront

Si è sopra visto nella Parte I come la normativa consenta agli enti territoriali il ricorso a strumenti finanziari derivati esclusivamente al fine di ristrutturare e gestire una passività sottostante e non anche quale forma di finanziamento *tout court*. L'unica eccezione consentita dall'art. 3 del d.M. n. 389/2003 è quella "*di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni*" (c.d. "*upfront*"), che comunque non può superare lo "*1% del nozionale della sottostante passività*".

La previsione di tale eccezione è stata reputata necessaria al fine di conferire alle parti un certo margine di elasticità al momento della conclusione del contratto, tale da consentire, come chiarito dalla Circolare MEF del 27 maggio 2004, "*la ristrutturazione della passività in presenza di condizioni di mercato diverse rispetto al momento in cui la stessa è stata contratta*". L'upfront è dunque configurato esclusivamente come una sorta di "cuscinetto" finalizzato ad "assorbire" la diversità di condizioni contrattuali sussistente tra il momento della sottoscrizione della proposta irrevocabile da parte dell'ente ("confirmation date") e il momento

dell'accettazione di detta proposta da parte della banca con il conseguente perfezionamento del contratto ("trade date").

Esaminando la documentazione amministrativa e contrattuale inerente ai derivati con corresponsione di upfront, la suddetta funzione esclusiva dell'upfront non appare in verità essere stata rispettata. Di regola, infatti, l'upfront in concreto erogato ha costituito oggetto di espressa e specifica previsione sia nella proposta di contratto sia nell'ambito degli atti amministrativi prodromici alla stipula. Non si è trattato dunque di uno strumento utilizzato per ammortizzare le variazioni sopravvenute nelle condizioni di mercato tra la data della proposta e quella del regolamento, quanto piuttosto di una vera e propria prestazione contrattualmente prevista *ab origine* e che è entrata a far parte del sinallagma contrattuale, influenzando per tale via la configurazione delle prestazioni delle parti e i relativi equilibri.

Non sempre rispettata è apparsa altresì la Circolare del 27 maggio 2004 nella parte in cui stabilisce che *"che tale sconto o premio deve essere regolato contestualmente alla data di inizio (regolamento) dell'operazione derivata ..."*. In alcuni contratti si sono talora riscontrate previsioni di scambio di tassi fissi, normalmente riferite ai primi semestri di vita del contratto, il cui differenziale era di regola a vantaggio dell'ente locale. Considerata la certezza delle prestazioni dovute dalle parti, tali previsioni non hanno in sé natura né aleatoria, né derivata, integrando piuttosto degli anticipi di liquidità erogate dalla banca al Comune, sia pur differite rispetto al momento della conclusione del contratto. Esse sono dunque da considerarsi veri e propri finanziamenti, come tali rilevanti ai fini dell'indebitamento con riferimento sia al Patto di stabilità interno che ai vincoli comunitari assunti con il Trattato di Maastricht nonché soggetti a tutti i relativi limiti e vincoli tra i quali *in primis* quelli del divieto di utilizzo per spese correnti (art. 119, ult. co., Cost.) e della soglia massima di indebitamento fissata dall'art. 204 d.lg. n. 267/2000. Tali forme di liquidità differita si pongono comunque al di fuori di quanto consentito dalla surrichiamata normativa in tema di operazioni finanziarie derivate degli enti locali, la quale si è visto precludere l'utilizzo di operazioni siffatte quali forme di finanziamento se non al di fuori delle eccezioni espressamente consentite, come tali insuscettibili di applicazione analogica o estensiva, limitate per l'appunto al solo upfront iniziale, comunque non superiore all'1% del nozionale e finalizzato esclusivamente a consentire il recupero dell'eventuale differenziale tra le condizioni di mercato che vada a verificarsi tra confirmation date e trade date.

Ciò premesso, va anche detto che, sebbene con il Questionario inviato si sia richiesta l'indicazione non soltanto dell'eventuale upfront iniziale, ma anche di eventuali upfront differiti a momenti successivi, sotto l'anzidetta forma dello

scambio di tassi fissi, tale ultima informazione non è stata riscontrata in modo completo e univoco da parte degli enti. Per tale ragione si è scelto di non effettuare elaborazioni statistiche al riguardo, limitandosi a segnalare la presenza del fenomeno.

Le risposte fornite hanno invece consentito di effettuare analisi quantitative circa il fenomeno dell'upfront iniziale, che ha riguardato circa il 15% dei circa cento contratti derivati attivati dagli enti locali veneti (IRS e in due casi swap di piano di ammortamento) e oltre il 20% dei 67 enti locali veneti che risultano aver fatto ricorso a strumenti finanziari derivati. Non risultano contratti derivati attivati successivamente al 2007 nei quali sia stata prevista la corresponsione di upfront iniziale.

L'importo complessivo erogato a titolo di upfront iniziale registratosi per gli enti locali veneti raggiunge quasi il milione di euro. Di questi circa 600mila sono stati erogati in forza di contratti di IRS con opzione Floor, circa 250mila in virtù di contratti Collar, circa 90mila in ragione di swap di piano di ammortamento.

Ponendo a raffronto l'upfront con il nozionale al momento di attivazione del contratto, tale rapporto si attesta mediamente intorno allo 0,9%. Se però si analizzano distintamente le diverse tipologie di contratti, da tale percentuale si discostano in modo significativo i contratti di IRS con opzione Floor, per i quali il rapporto si attesta di poco al di sotto del 2%, e gli swap di piano di ammortamento, per i quali il rapporto si attesta a circa lo 0,50%.

Tabella 16 Upfront iniziale numero enti

Tabella 17 Upfront iniziale numero contratti

Tabella 18 Tipologie di contratti con upfront iniziale

Tabella 19 Importo upfront iniziale

Tabella 20 Rapporto upfront/nozionale iniziale

8. Il *mark to market* al momento dell'attivazione del contratto derivato

Un ulteriore aspetto che è stato ritenuto meritevole di approfondimento è quello del valore di mercato degli strumenti derivati attivati dagli enti locali veneti. In proposito occorre premettere che si tratta di regola di contratti trattati al di fuori dei mercati regolamentati (*over the counter*) e "ritagliati su misura" sulle esigenze finanziarie del cliente (c.d. "*tailor made*"), sia pur sulla base di una certa

standardizzazione delle tipologie contrattuali. Si tratta dunque di strumenti finanziari illiquidi, non essendo oggetto di negoziazione abituale su mercati regolamentati, e pertanto privi di un prezzo di mercato risultante da listini ufficiali o da abituali contrattazioni.

Conseguentemente, come avviene in tutti i casi in cui ci si riferisce al valore di mercato di strumenti illiquidi, si intende come tale non un dato obiettivamente riscontrabile da fonti ufficiali di mercato, bensì la stima effettuata da un operatore finanziario specializzato circa il prezzo al quale la posizione verrebbe scambiata tra operatori finanziari specializzati in un determinato momento: tale stima è assimilata a un prezzo di mercato sull'assunto che, teoricamente, in un mercato perfetto formato da operatori specializzati che siano in grado di formulare valutazioni secondo le migliori tecniche finanziarie e che siano tutti in possesso di tutte le informazioni rilevanti, tutte le stime formulate dagli operatori circa il valore di una posizione dovrebbero coincidere. Dal momento che, tuttavia, la teoria non sempre rispecchia la realtà, nella concreta determinazione del *mark to market* delle posizioni illiquide assume valenza cruciale la valutazione effettuata dal singolo operatore e la verifica circa la sua rispondenza alle migliori regole e tecniche di analisi finanziaria.

Alla luce di quanto sopra, si precisa che, non disponendo questa Sezione di sussidi organizzativi e professionali specialistici che consentano un autonomo computo del *mark to market*, l'analisi è stata al riguardo svolta prendendo in considerazione soltanto gli enti che hanno fornito il dato del *mtm* e basandosi su tale dato dichiarato.

In proposito va segnalato che di regola i contratti normativi stipulati con le banche, nel cui ambito avviene poi l'attivazione dei contratti derivati, affidano a queste ultime, senza la previsione esplicita di commissioni al riguardo, l'effettuazione del servizio di monitoraggio del valore di mercato della posizione in derivati dell'ente locale. Tali contratti contengono previsioni tendenzialmente generiche in ordine ai criteri e alle tecniche che la banca seguirà nel calcolo del *mark to market*, soventi facenti riferimento alle *best practice* che, come si vedrà tra breve, non si esauriscono in criteri univoci. Al riguardo, la gran parte degli enti ascoltati nell'ambito delle istruttorie svolte ex art. 1, commi 166 e seguenti, della legge n. 266/2005 ha fatto presente di non conoscere i criteri e le tecniche seguiti dalla controparte bancaria nel calcolo del *mark to market*. E' anche emerso che alcune banche, quando richieste di indicarli - sovente ciò è avvenuto in sede di trattative per l'estinzione anticipata in quanto il *mark to market* stimato dai consulenti dell'ente locale non coincideva con il *mark to market* indicato dalla banca - non hanno dato corso alla richiesta invocando il segreto d'azienda.

Per contro, la fissazione in sede contrattuale di regole, criteri e parametri di riferimento puntuali per il calcolo del *mark to market* appare necessaria al fine di circoscrivere l'altrimenti amplissima discrezionalità, sia pur tecnica, della controparte bancaria e di fornire all'ente pubblico garanzie adeguate in ordine all'attendibilità della valutazione e alla congruità del metodo seguito. La condivisione del metodo valutativo nella sede contrattuale, oltre che presidio di trasparenza, consentirebbe anche di prevenire o risolvere più agevolmente eventuali contenziosi al riguardo. Essa appare poi quanto mai necessaria ove la valutazione del *mark to market* sia affidata a un soggetto in potenziale, se non attuale, conflitto di interessi, quale è inevitabilmente la controparte bancaria rispetto a contratti caratterizzati da posizioni speculari delle parti, tali che ai guadagni dell'una corrispondono le perdite dell'altra e viceversa.

In proposito, non può ritenersi una soddisfacente tutela per l'ente locale un generico rinvio alle *best practice* degli operatori specializzati, trattandosi di un riferimento tutt'altro che univoco. La finanza, invero, riconosce plurime tecniche valide per la stima del valore di uno strumento finanziario; inoltre, il singolo analista finanziario potrebbe ritenere opportuno apportare degli aggiustamenti rispetto alle tecniche più diffuse in considerazione delle specificità che caratterizzano la singola posizione o il mercato. Considerato che la stima proviene da un soggetto in conflitto di interessi, nulla può garantire l'ente locale contro l'eventualità che la controparte bancaria prescelga la tecnica valutativa ovvero i relativi aggiustamenti che ritenga a sé stessa più convenienti, se non una predeterminazione contrattuale dei criteri specifici in base ai quali il mtm verrà calcolato.

In tal senso va anche considerata la rilevanza dell'informazione concernente il valore di mercato di una posizione ai fini delle decisioni finanziarie e strategiche da assumere. Ciò in ogni momento, a partire dalla fase prodromica all'attivazione del contratto sino alla sua estinzione, al fine di poter valutare la convenienza dell'accensione della posizione, della permanenza nella medesima ovvero della sua chiusura.

Nella fase prodromica all'attivazione del contratto, infatti, la conoscenza del relativo valore di mercato appare un elemento fondamentale per assumere la decisione: così come quando si compie qualsiasi altra operazione commutativa del patrimonio, anche quando si acquista uno strumento finanziario, la conoscenza del valore del bene acquistato costituisce un elemento informativo fondamentale per valutare se l'amministrazione ha impiegato proficuamente le proprie risorse, anzitutto pagando il giusto prezzo.

Peraltro, gli esiti dell'indagine mostrano che tale fondamentale regola di sana gestione patrimoniale e finanziaria non è stata sovente rispettata con riferimento all'attivazione dei derivati, dei quali ben pochi enti (soltanto 13 su 67, con riferimento soltanto a 16 dei circa cento contratti riscontrati) hanno mostrato di conoscerne il mtm iniziale.

Tra l'altro, ciò non vuol dire che tale numero, per quanto modesto, di enti fosse a conoscenza del valore dello strumento al momento dell'acquisto, dal momento che nelle audizioni svolte ex art. 1, commi 166, e seguenti legge n. 266/2005 è emerso che diversi enti sono venuti a conoscenza del mtm iniziale soltanto in epoca successiva alla conclusione del contratto, sovente a distanza di anni, in virtù di perizie commissionate a esperti terzi nell'ambito di contenziosi con le controparti bancarie.

Tabella 21 Conoscenza mtm iniziale

Al riguardo va posto in luce che l'apparente gratuità dell'acquisto, privo di esborsi a titolo di commissioni esplicite, può essere in parte alla base di tali comportamenti. Invero, a differenza di un'operazione finanziaria tradizionale, il cui costo a carico dell'ente (in sostanza il tasso di interesse e le commissioni) è in più riscontrabile evidenza, le operazioni finanziarie derivate possono presentare al momento dell'attivazione dei costi impliciti nella misura in cui la posizione delle due parti non sia par e il delta tra i relativi valori non sia oggetto di corrispondente compensazione monetaria. La differenza di valore tra le due posizioni, in assenza della corrispondente compensazione monetaria, costituisce un costo, sopportato implicitamente ove non dichiarato, a carico della parte titolare della posizione con valore di mercato negativo. Tale costo è assimilabile a una commissione corrisposta dall'ente pubblico al momento dell'attivazione del derivato, sia pur nella forma negativa della mancata percezione del compenso che gli sarebbe spettato a titolo di compensazione del valore negativo di partenza.

Al riguardo, ponendo a raffronto il mtm con il nozionale, riferiti al momento dell'attivazione del derivato, per i soli 16 derivati per i quali gli enti hanno fornito il mtm iniziale e in modo aggregato, emerge un *ratio* negativo del -4,2%.

Tabella 22 Rapporto MTM/nozionale al momento dell'attivazione del derivato

In proposito, va segnalato che, di regola, i contratti derivati dovrebbero partire alla pari (in gergo "par") al momento dell'attivazione, ossia con un delta tra il valore delle due posizioni pari a zero. Invero, in ragione della natura aleatoria del contratto, le due posizioni sono destinate a differenziare il loro valore nel corso

della vita del contratto, in ragione dell'andamento dei parametri sui quali le reciproche prestazioni sono tarate, con conseguenti e corrispondenti guadagni/perdite per l'una e per l'altra parte. In alcuni casi può sussistere un interesse delle parti a partire con un contratto che presenti *ab origine* un delta tra i valori delle due posizioni diverso da zero: tale delta è normalmente compensato mediante la retrocessione di un corrispondente *upfront* ad opera della parte in positivo e a favore della parte in negativo, che riequilibra la struttura contrattuale ottenendo lo stesso effetto di far partire il contratto "par".

In altri termini, affinché il contratto sia par al momento dell'attivazione, il valore del mtm dovrebbe essere pari a zero oppure, qualora diverso da zero, dovrebbe essere annullato mediante la retrocessione del corrispondente valore in denaro ad opera della parte in positivo e a favore di quella in negativo attraverso la corresponsione di un corrispondente *upfront*. Ove il suddetto *upfront* non sia corrisposto o sia corrisposto in maniera insufficiente, la parte di delta che resta non compensata da *upfront* integra un costo a carico della parte con delta negativo e un corrispondente guadagno a favore della parte con delta positivo, con un meccanismo sostanzialmente assimilabile a quello della corresponsione di una commissione non dichiarata.

Da quanto sopra emerge dunque che la conoscenza del mtm iniziale costituisce un fondamentale elemento valutativo che l'ente dovrebbe possedere, in una prospettiva di sana gestione finanziaria, al momento dell'attivazione dell'operazione. Esso consente, infatti, di apprezzare la reale gratuità dell'operazione ovvero, in presenza di costi impliciti, di valutare la convenienza per l'ente di sostenere detti costi, eventualmente ponendo in raffronto la proposta contrattuale in questione con le altre offerte analoghe potenzialmente rinvenibili sul mercato ovvero formulate da parte di altri operatori. Diversamente, ove non conosca il mtm iniziale dell'operazione, l'ente non è in condizione di sapere a quale prezzo sta commutando il suo patrimonio (con il derivato, invero, l'ente assume invero delle obbligazioni pecuniarie) e se le obbligazioni pecuniarie assunte dalla controparte sono congrue rispetto alle proprie ovvero se le une valgono di meno delle altre o viceversa.

In altri termini, un contratto derivato è assimilabile alla vendita di un qualsiasi altro cespite patrimoniale, dal momento che, determinando l'insorgenza di obbligazioni a carico e a favore dell'ente, è destinato a produrre degli effetti patrimoniali che debbono essere congruamente remunerati, analogamente a quando si aliena o si acquista un qualsivoglia altro bene. La natura aleatoria del contratto non preclude, infatti, allo stesso di poter essere quotato, certamente sulla base di stime e previsioni, ma che sono effettuati secondo canoni e tecniche

professionalmente riconosciuti. La conoscenza del valore dell'operazione derivata nella fase prodromica all'attivazione, come per qualsiasi altra operazione commutativa del patrimonio, costituisce un elemento informativo indispensabile in un'ottica di sana gestione finanziaria, essendo necessaria per poter valutare se la commutazione patrimoniale – che nel caso avviene mediante l'assunzione di obbligazioni verso una controparte bancaria a fronte delle obbligazioni da quest'ultima assunte verso l'ente locale – è avvenuta a condizioni economicamente equivalenti o quanto meno congrue. Certamente non può ritenersi rispondente a canoni di sana gestione l'attivazione di operazioni commutative, comprese quelle derivate, che avvenga "al buio" sotto il profilo della conoscenza del valore della commutazione operata, valore che rientra tra le condizioni economiche alle quali quella commutazione avviene.

Il mtm ha inoltre un particolare valore informativo, in quanto racchiude la stima fatta dal mercato - *rectius*, trattandosi di strumenti negoziati *over the counter*, da un operatore specializzato che effettui una valutazione applicando i migliori criteri e prassi di mercato - in ordine al valore attuale dei flussi che presumibilmente saranno generati dall'operazione sulla base della configurazione che a quel momento hanno i parametri di mercato e delle relative previsioni andamentali. La sua conoscenza nella fase prodromica all'attivazione dell'operazione è dunque particolarmente preziosa per l'ente pubblico, racchiudendo la previsione fatta da operatori esperti circa il possibile esito complessivo dell'operazione con riferimento alla sua intera durata.

Va poi sottolineato, considerata l'importanza informativa e valutativa del mtm, che tale elemento dovrebbe essere auspicabilmente fornito da un soggetto in possesso di caratteristiche professionali e organizzative tali da assicurare l'attendibilità della stima nonché l'assenza di conflitti di interessi in relazione all'operazione da valutare. Per contro, si è sopra visto come i contratti normativi stipulati con le banche di regola affidino alla controparte bancaria la prestazione di servizi di consulenza, valutazione e monitoraggio tra i quali anche la stima del mark to market dell'operazione, peraltro limitandosi a generici rinvii all'applicazione delle *best practice* senza tuttavia definire gli specifici criteri, metodi e fonti previsionali che saranno utilizzati nell'effettuazione delle stime.

9. L'andamento del *mark to market*

Preliminarmente, per le medesime ragioni esplicitate nel precedente paragrafo, si precisa che, non disponendo questa Sezione di sussidi organizzativi e professionali specialistici che consentano un autonomo computo del mtm, l'analisi andamentale del *mark to market* è stata svolta prendendo in considerazione

soltanto gli enti che hanno fornito il dato del mtm e basandosi su tale dato dichiarato. Nel 2009 si trattava di 34 enti dei quali 28 Comuni non capoluogo, per 53 contratti dei quali 39 attivati da Comuni non capoluogo. Nel corso degli anni 2006-2009, la maggior parte degli enti in questione sono stati Comuni non capoluogo, oltre l'80% degli enti con oltre il 70% dei contratti per circa il 50% del nozionale complessivo; significative anche le quote riferite alle Province, con circa il 20% dei contratti e il 40% del nozionale complessivo; non trascurabile la quota di nozionale riferita ai Comuni capoluogo, salita al 17% nel 2009. Quanto alla tipologia di contratti campionati, essi sono nella netta maggioranza IRS e per circa il 60% collar per un nozionale più che proporzionale.

Tabelle 23 ENTI che hanno fornito il MTM al 31/12 (tipo ente, numero contratti, nozionale)

Ciò posto, come già detto, il *mark to market* di uno strumento finanziario è un valore risultante dai listini di mercato nel caso di strumenti aventi un proprio mercato di negoziazione ovvero, nel caso di strumenti negoziabili soltanto *over the counter*, risultante dalla stima effettuata da un operatore specializzato mediante l'applicazione dei migliori canoni, pratiche e metodi seguiti dagli operatori specializzati e sulla base delle previsioni andamentali dei parametri di riferimento condivise dal mercato. In virtù delle suddette caratteristiche, tale valore è naturalmente destinato a evolvere nel continuo, non solo di giorno in giorno, ma altresì di ora in ora, di secondo in secondo: ove sia risultante dai listini di mercato, esso risente, infatti, delle continue fluttuazioni della domanda e dell'offerta e dei relativi equilibri; ove consista nella stima del prezzo al quale lo strumento finanziario in questione verrebbe negoziato tra investitori istituzionali *over the counter*, esso risente delle fluttuazioni dei parametri di riferimento e delle relative stime andamentali. In relazione a tali caratteristiche si è scelto, ai fini della presente indagine, di osservare il mtm, oltre che nei momenti di maggiore rilievo della vita del derivato, ossia quello dell'attivazione e quello dell'estinzione (i quali ovviamente si collocano in date diverse da contratto a contratto), anche in relazione all'andamento, rilevato alla cadenza uniforme del 31 dicembre di ogni anno oggetto di indagine.

Come emerge dalle seguenti Tabelle, in tutto il periodo osservato (2006-2009), il valore aggregato dei mtm annuali al 31.12 si è mantenuto negativo, subendo un deterioramento che lo ha portato nel 2009 a più che triplicare l'importo complessivo del 2006. Tale deterioramento è chiaramente evidenziato dai mtm medi, per ente e per contratto, che pongono in luce la perdita di valore registrata

mediamente negli enti considerati in ordine, rispettivamente, alla complessiva posizione in derivati del singolo ente e al singolo contratto derivato.

Tabella 24 MTM al 31.12 aggregato per tipo di ente

Emerge in proposito che il mtm medio della complessiva posizione in derivati di ciascun ente nel 2009, già negativo nel 2006, si è progressivamente deteriorato fino a raggiungere nel 2009 un valore, sempre negativo, di circa 2 volte e mezzo quello registrato nel 2006. In tale ambito è più che raddoppiato il valore negativo medio della posizione in derivati dei Comuni non capoluogo ed è meno che raddoppiato il valore negativo medio della posizione in derivati dei Comuni capoluogo.

Tabella 25 MTM medio per ente al 31.12

Il mtm medio dei singoli contratti nel 2009, già negativo nel 2006, si è progressivamente deteriorato fino a raggiungere nel 2009 un valore, sempre negativo, di circa 2 volte e mezzo quello registrato nel 2006. In tale ambito è più che raddoppiato il valore negativo medio dei contratti attivati dai Comuni non capoluogo ed è meno che raddoppiato il valore negativo medio dei derivati dei Comuni capoluogo.

Tabella 26 MTM medio per contratto al 31.12

Analizzando il mtm medio per tipo di contratto, emerge che il maggior deterioramento è imputabile agli IRS, il cui valore negativo tra il 2006 e il 2009 è quasi raddoppiato per i Collar, più che triplicato per gli IRS con opzione Cap, quasi quintuplicato per gli IRS con opzione Floor.

Tabella 27 MTM medio per tipo di contratto al 31.12

Nelle seguenti tabelle il dato complessivo relativo al MTM al 31.12, disaggregato per tipologia di ente e tipologia di contratto.

Tabella 28 MTM aggregato per tipo ente e tipo contratto al 31.12

Tabella 29 MTM aggregato per tipo di contratto al 31.12

La tabella seguente riporta il rapporto percentuale tra i complessivi mtm rilevati dagli enti al 31 dicembre e i complessivi corrispondenti nozionali annuali: in proposito si precisa che, per ragioni di contiguità temporale, si è assunto come corrispondente al mtm del 31 dicembre dell'anno t il nozionale iniziale dell'anno t + 1. Tale rapporto percentuale tra mtm annuale e corrispondente nozionale è di

particolare interesse, in quanto il mtm di uno strumento finanziario a una determinata data esprime, in sostanza, il costo o guadagno (a seconda ovviamente del segno negativo o positivo) che la eventuale chiusura del derivato sarebbe in grado di determinare in quella data. Si tratta per l'appunto di un costo o guadagno soltanto "potenziale", dal momento che esprime il prezzo al quale lo strumento verrebbe scambiato in una negoziazione soltanto ipotetica, ma non reale. Ovviamente, finché la negoziazione non avviene non si concretizza alcun costo né guadagno per le parti, restando il mtm soltanto una stima del potenziale prezzo dello scambio; d'altro canto, qualora lo strumento venisse effettivamente negoziato in virtù della sua estinzione anticipata o cessione a terzi, il costo o guadagno non resterebbero più potenziali, ma diventerebbero reali, concretandosi del prezzo della negoziazione e nel corrispondente esborso o introito per le parti.

Ponendo il costo o guadagno potenziale a fine anno - espresso nei termini anzidetti dal mtm a fine anno - in rapporto percentuale rispetto al corrispondente nozionale, si ottiene un valore che può essere considerato, anche qui a seconda del segno negativo o positivo, una commissione ovvero un rendimento potenziale pagato/guadagnato dall'ente a fine anno sul nozionale di riferimento: anche a tal proposito la qualificazione "potenziale" sta a significare che, poiché il derivato è ancora in essere, la commissione o il rendimento non sono effettivi, ma soltanto ipotetici, esprimendo quanto si verificherebbe nel caso di un'eventuale chiusura o cessione della posizione riferita a quel momento.

La tabella seguente mostra al riguardo che per gli enti esaminati il rapporto tra MTM e nozionale complessivi al 31.12 è stato, negli anni oggetto di osservazione, sempre negativo, come tale da considerarsi una commissione potenziale che, attestatasi al -3% nel 2006 e 2007, è più che raddoppiata negli anni successivi, attestandosi al -7% nel 2008 e al -8% nel 2009. In tal ambito, il maggior deterioramento, superiore al -10% è stato registrato dai Comuni.

Tabella 30 Rapporto MTM/Nozionale al 31.12 per tipo ente

Nelle successive tabelle il medesimo rapporto analizzato con riferimento alla tipologia di contratto nonché alla tipologia di ente e di contratto.

Tabella 31 Rapporto MTM/Nozionale al 31.12 per tipo contratto

Tabella 32 Rapporto MTM/Nozionale al 31.12 per tipo ente e tipo contratto

Una percentuale intorno all'80% dei contratti esaminati ha registrato al 31.12 dal 2006 al 2009 mtm negativi. Ove riferita al mtm della posizione in derivati degli enti che li hanno attivati, detta percentuale si attesta tra il 70 e l'80 per cento circa alle scadenze suddette.

Tabelle 33 Numero contratti per valore +/- di MTM

Tabelle 34 Enti per valore +/- di MTM

E' interessante richiamare in tale sede le considerazioni sopra svolte circa il fatto che la grande maggioranza dei derivati attivati dagli enti oggetto di indagine hanno operato nel senso di modificare la struttura di tasso dell'esposizione debitoria degli enti interessati determinandone il passaggio da fisso a variabile ovvero confermandone la struttura di tasso variabile, di modo che l'esposizione degli enti in questione è risultata nel suo complesso per la maggior parte a tasso variabile in tutti gli anni considerati (per circa il 90% del nozionale nel 2006 e 2007, per circa l'80% nel 2008, per circa il 70% nel 2009).

A fronte di una siffatta struttura di tasso, va considerato che l'andamento del tasso di mercato, che costituisce la principale variabile esogena da cui dipende l'andamento delle posizioni debitorie a tasso variabile, ha avuto negli anni in questione movimenti di direzione opposta, tendenzialmente rialzisti negli anni 2006, 2007 e nella prima parte del 2008, tendenzialmente ribassisti a partire dagli ultimi mesi del 2008 a seguito della grave crisi finanziaria ed economica mondiale che ha visto le Banche centrali di tutto il mondo impegnate in politiche monetarie finalizzate a consentire la discesa dei tassi di interesse, quale misura di sostegno e stimolo all'economia e di contrasto alla contrazione del credito.

Ciò nonostante, è interessante notare come, nel complesso, il ribasso dei tassi di mercato non sembra essersi tradotto in una corrispondente riduzione del mtm delle posizioni debitorie, prevalentemente in tasso variabile, degli enti in questione, mtm che si è mantenuto nel complesso negativo, subendo anzi un significativo deterioramento nell'arco temporale considerato. Ciò induce a ritenere che, pur nel carattere aleatorio dei contratti derivati (nonché dei contratti di finanziamento tradizionale, in cui le prestazioni dell'ente non sono predeterminate con certezza nell'ammontare, ma sono ancorate a parametri di mercato, es. mutui a tasso variabile) il valore e l'andamento negativo del mtm delle posizioni debitorie degli enti siano da imputare più alle strutture sfavorevoli poste in essere (nei suesposti termini della taratura delle modalità di commisurazione delle prestazioni contrattualmente poste a carico delle parti rispetto all'andamento dei parametri di mercato, tale da accentuare gli esiti negativi degli andamenti sfavorevoli e da

contenere gli esiti positivi degli andamenti favorevoli) che all'andamento delle variabili di mercato, posto che, per l'appunto, anche movimenti favorevoli di tali variabili non si sono tradotti in miglioramenti significativi della quotazione delle posizioni degli enti, per contro addirittura accompagnandosi ad ulteriori significativi deterioramenti delle medesime, verosimilmente in relazione alle aspettative di rialzi futuri dei tassi di interesse pur in costanza attuale di *trend* ribassisti. Nei casi di prestazioni contrattuali modulate rispetto ai parametri di mercato secondo un'architettura prevalentemente speculativa, che vede un'esposizione dell'ente locale verso il rischio di rialzo dei tassi di interesse amplificata per effetto delle ben più ingenti leve che i contratti pongono su tale tipologia di rischio rispetto a quelle poste a carico della controparte bancaria rispetto al rischio di ribasso dei tassi, le previsioni circa i flussi finanziari che il derivato andrà a generare incorporano necessariamente anche detti meccanismi moltiplicatori dei movimenti dei tassi, riflettendosi in corrispondenti valori del mtm.

Interessante è anche il raffronto tra il tasso di interesse di mercato e, sempre a livello aggregato, il rapporto tra mtm e nozionale complessivi al 31.12 riscontrato negli anni e negli enti oggetto di osservazione, che si è sopra visto essere paragonabile a una commissione potenziale (ossia destinata diventare effettiva nel caso in cui la posizione venga chiusa) sull'esposizione debitoria. Tale rapporto, equiparabile per l'appunto a una commissione potenziale, si è visto essere sempre negativo, per deteriorare dal -3% nel 2006 e 2007 al -7% nel 2008 e al -8% nel 2009, raggiungendo quindi consistenze ben superiori al tasso di interesse che il mercato ha praticato nel medesimo periodo sull'esposizione debitoria tradizionale, come evidenziato dai dati relativi all'Euribor a 6 mesi rilevati all'inizio dell'anno successivo. La scelta di tale curva quale termine di raffronto è legata alla sua coerenza con la struttura di tasso dell'esposizione debitoria analizzata, prevalentemente a tasso variabile; la collocazione della rilevazione all'inizio dell'anno successivo, data prossima sia pur non coincidente con quella terminale dell'anno di riferimento, è dovuta all'indisponibilità da parte della Sezione delle curve al 31.12.

Tabella 35 Euribor a 6 mesi

10. L'estinzione anticipata dei contratti derivati

Si è sopra visto come la durata contrattualmente prevista per gli strumenti finanziari derivati esaminati si attesti mediamente attorno ai 15 anni. Peraltro, diversi contratti in questione sono stati oggetto di estinzione anticipata rispetto alla scadenza contrattuale (c.d. "*unwinding*").

La seguente tabella prospetta il dato relativo alle estinzioni anticipate intercorse nel periodo esaminato. Dei circa cento derivati in essere, a fronte del numero esiguo di contratti estinti nel 2006 e 2007, il 2008 e particolarmente il 2009 (con 28 contratti estinti in corso d'anno su 99 in essere a inizio anno) hanno visto una significativa crescita del ricorso all'unwinding. Tale fenomeno è in parte spiegabile in considerazione della significativa discesa che i tassi di interesse hanno avuto a partire dalla fine del 2008, discesa che ha determinato un considerevole abbattimento dei mtm negativi a carico degli enti, se non in tali casi addirittura la configurazione di mtm positivi, consentendo quindi agli enti di chiudere le operazioni senza dover sopportare esborsi eccessivi. Nelle audizioni svolte nell'ambito dei controlli ex art. 1, commi 166 e seguenti, della legge n. 266/2005 gli enti hanno anche rappresentato che i significativi esborsi finanziari e i consistenti valori dei mtm registratisi negli anni precedenti, caratterizzati da un corso rialzista dei tassi di interesse, hanno contribuito a far assumere all'ente una maggiore consapevolezza in ordine all'entità e natura dei rischi assunti e alla possibile non convenienza o non adeguatezza del contratto rispetto alle esigenze finanziarie e di copertura del soggetto pubblico, determinando in molte amministrazioni una volontà di procedere alla chiusura dell'operazione non appena le condizioni di mercato, monitorate attraverso le banche o i consulenti esterni, avessero consentito, in virtù della discesa dei tassi di interesse e quindi dei mtm, chiusure non eccessivamente penalizzanti. Tale volontà per molti enti si sarebbe in effetti concretizzata tra la fine del 2008 e il 2009, in virtù del basso corso registrato dai tassi di interesse in tale periodo.

Tabella 36 Derivati estinti anticipatamente

In proposito, va premesso che i contratti derivati c.d. "tailor made", quali quelli attivati dagli enti oggetto di indagine, non sono standardizzati né hanno un mercato di stabile negoziazione e sono come tali illiquidi e quindi trattati al di fuori dei mercati regolamentati (c.d. "over the counter") nonché delle regole e cautele che caratterizzano tali mercati: Segnatamente, non sono applicabili regole poste a tutela della stabilità e affidabilità dei mercati medesimi volte al contenimento del rischio di controparte, quali ad esempio la previsione di margini di garanzia obbligatori per partecipare alle negoziazioni o della regola del *delivery versus payment*, in virtù della quale l'insorgenza del vincolo giuridico tra le parti è subordinata alla messa a disposizione del denaro o dei titoli da consegnare.

In relazione all'illiquidità della posizione, i contratti normativi tra gli enti e la controparte bancaria attribuiscono normalmente all'ente la facoltà di domandare alla banca l'estinzione anticipata della posizione, che è di regola previsto che

avvenga al valore del *mark to market* nel giorno dell'estinzione. Va in proposito sottolineato che, trattandosi di strumenti privi di un prezzo ufficiale di mercato, il relativo valore deve essere stabilito necessariamente sulla base di una stima avente a oggetto il prezzo al quale la posizione verrebbe scambiata tra investitori istituzionali, prezzo da determinarsi sulla base delle previsioni formulate in ordine all'andamento dei parametri cui è ancorata la determinazione delle prestazioni a carico delle parti e delle conseguenti previsioni circa il valore attuale dei flussi finanziari che ci si attende saranno generati dal contratto.

Alla luce di ciò, nel caso di esercizio della facoltà di estinzione anticipata, particolare criticità riveste la valutazione della posizione da estinguere: l'assenza di un prezzo di mercato, invero, comporta che l'*unwinding* avvenga in base al valore della posizione stimato dall'intermediario, sostanzialmente sulla base delle previsioni dallo stesso formulate in ordine all'andamento dei parametri cui è ancorata la determinazione delle prestazioni a carico delle parti. Si segnala in proposito il rischio di *mispricing*, ossia di una valutazione non corretta della posizione, che è tanto più consistente quanto più generiche, come effettivamente sono state riscontrate, sono le previsioni contrattuali relative ai criteri che l'intermediario dovrà applicare nella valutazione della posizione.

In proposito, si è anche visto come tale calcolo del *mark to market* sia di regola demandato dai contratti normativi alla controparte bancaria con generici riferimenti alle *best practice* degli operatori specializzati, ma senza la sostanziale individuazione dei criteri e delle metodologie da seguire nonché delle fonti informative sulle quali riscontrare il valore dei parametri di riferimento. Si è sopra più volte evidenziato come canoni di sana gestione finanziaria esigano per contro una puntuale definizione contrattuale delle specifiche modalità di calcolo del *mark to market*, *a fortiori* ove lo stesso sia demandato alla controparte dell'operazione da prezzare, controparte che, come tale, versa in una ontologica situazione di conflitto di interessi rispetto all'ente locale, inevitabilmente legata alla specularità delle posizioni e dei corrispondenti guadagni e perdite.

Ciò sia in momenti nei quali il *mtm* ha una valenza informativa e valutativa, quali quello dell'attivazione e quelli dei monitoraggi periodici, nonché *a fortiori* in un momento, quale quello dell'estinzione anticipata, in cui il *mtm* assume una vera e propria valenza disciplinante, dal momento che quantifica il valore al quale l'operazione verrà chiusa e dunque il corrispondente esborso o introito dell'ente locale: in tale fase, non definire contrattualmente gli specifici metodi che verranno seguiti per il computo del *mtm* significa, in sostanza, demandare alla controparte bancaria dell'operazione, avente nella stessa interessi ontologicamente contrapposti a quelli della controparte ente locale, la definizione dei criteri in base ai quali verrà

individuata la prestazione dell'ente verso la banca (o della banca verso l'ente in caso di mtm positivo per quest'ultimo) al quale è subordinata la chiusura della posizione.

Si ribadisce in proposito che non può ritenersi soddisfacente un generico rinvio alle *best practice* degli operatori specializzati, trattandosi di un riferimento tutt'altro che univoco. La finanza, invero, riconosce plurime tecniche valide per la stima del valore di uno strumento finanziario; inoltre, il singolo analista finanziario potrebbe ritenere opportuno apportare degli aggiustamenti rispetto alle tecniche più diffuse in considerazione delle specificità che caratterizzano, ad esempio, la singola posizione o il mercato. Considerato che la stima proviene da un soggetto in conflitto di interessi, nulla può garantire l'ente locale contro l'eventualità che la controparte bancaria prescelga la tecnica valutativa ovvero i relativi aggiustamenti che comportino la definizione della prestazione a sé stessa più conveniente (e dunque, specularmente, meno conveniente per l'ente pubblico), se non una predeterminazione contrattuale dei criteri specifici in base ai quali il mtm verrà calcolato. Clausole siffatte offrirebbero una maggiore e più agevole tutela per l'ente locale anche in vista di eventuali contenziosi.

La seguente tabella prospetta, in modo aggregato per gli enti che hanno estinto anticipatamente contratti derivati e che hanno fornito i dati in questione, gli importi dichiarati quali mtm dei contratti al momento dell'estinzione e gli importi corrisposti/percepiti a titolo di unwinding. E' interessante rilevare che nel 2009, anno nel quale si è registrato il numero maggiore di estinzioni (sono stati forniti dati relativi a 25 contratti unwinded), complessivamente gli unwinding effettivamente corrisposti dagli enti hanno quasi duplicato il mtm delle posizioni estinte, ad ogni modo entrambi complessivamente negativi.

Tabella 37 MTM finale e importo di unwinding – dati aggregati

Quanto alle ragioni che hanno indotto parte degli enti esaminati all'estinzione dei contratti derivati in essere, nella risposte al Questionario sono state indicate molteplici motivazioni, sovente in relazione allo stesso contratto, dalle quali emergono, segnatamente: la volontà di ridurre l'esposizione ai rischi assunti in virtù dei derivati e di assumere per il futuro un minore livello di rischio sull'indebitamento (quasi 29%), anche in considerazione degli ingenti esborsi sopportati a seguito dello sfavorevole andamento dei parametri di mercato cui era ancorato il derivato (oltre il 18%) e dell'elevata volatilità dei parametri suddetti in un contesto di mercati instabili (oltre il 21%); l'aver approfittato del favorevole contesto di mercato che comportava mark to market positivi per l'ente o comunque contenuti anche se negativi (quasi 16%). Ulteriori risposte hanno fatto riferimento

al mutato avviso dell'ente circa la convenienza dell'operazione e alla cessata rispondenza della medesima alle esigenze finanziarie che ne avevano giustificato l'attivazione, talora in relazione al mutamento delle caratteristiche del debito sottostante come nel caso della riduzione o estinzione del nozionale. Nelle istruttorie svolte ex art. 1, commi 166, e seguenti della legge n. 266/2005 è emersa anche la concreta incidenza dell'avvicendamento di una diversa compagine politica al governo dell'ente.

Questionario – Risposta 22

Qualche considerazione ulteriore merita il profilo della cessata rispondenza dell'operazione derivata alle esigenze finanziarie dell'ente. In proposito va precisato che la specifica disciplina in materia, esposta nella Parte I, configura un rapporto di accessorietà necessaria dei derivati rispetto a preesistenti passività. Tale rapporto è, peraltro, normativamente imposto con esclusivo riferimento al momento dell'attivazione dell'operazione derivata, come si è visto nella Parte Prima e come, del resto, coerente con l'essere il derivato un contratto distinto e autonomo rispetto al finanziamento sottostante, contratto diverso e separato dunque che, come tale, una volta attivato, vive di vita propria.

Può pertanto verificarsi l'ipotesi in cui sia il sottostante ad essere estinto anticipatamente rispetto alla scadenza originaria: ad esempio ciò può avvenire in conseguenza di un'ulteriore ristrutturazione dell'esposizione debitoria o di una contrazione del piano di ammortamento del sottostante, non improbabile in periodi nei quali l'ente venga a disporre di maggiori entrate (ad esempio a seguito della percezione di contributi straordinari o dell'effettuazione di alienazioni patrimoniali) e scelga di destinarle, anziché a nuove spese, al ripiano dei debiti pregressi.

Può quindi accadere che, a fronte della permanenza in essere del derivato, il sottostante venga anticipatamente estinto ovvero ridotto rispetto al piano di ammortamento originariamente previsto e in relazione al quale era stata costruita la struttura del derivato medesimo. In tali casi, l'autonomia del derivato rispetto al debito sottostante comporta che, pur a fronte della estinzione o riduzione o modifica del piano di ammortamento o, più in generale, della struttura del sottostante (ipotesi non infrequente in caso di ristrutturazione o rinegoziazione del debito o di subentro di un finanziatore terzo), l'ente continua pur tuttavia a mantenere il derivato così come è nonché, conseguentemente, tutti gli eventuali oneri e rischi che da esso discendono, oltre che la sua struttura originaria, la quale potrebbe non essere più congrua né adeguata alla mutata struttura del debito. L'estinzione anticipata del derivato, con la corresponsione del relativo mtm

eventualmente negativo, costituisce in tali casi l'unica possibile alternativa alla conservazione del medesimo, non più pertinente al nuovo assetto del sottostante.

Non può al riguardo sottacersi che tale aspetto costituisce un profilo aggiuntivo di criticità e di rischio che caratterizza il ricorso alle ristrutturazioni debitorie di tipo sintetico operate in virtù del ricorso a strumenti finanziari derivati. Invero, pur ove il contratto derivato in essere non sia più utile né congruo rispetto alle caratteristiche del sottostante *medio tempore* mutate, l'ente continua a restare vincolato a tale contratto, e dunque soggetto ai relativi oneri e rischi, se non a condizione di estinguere anticipatamente l'operazione, estinzione che, in presenza di condizioni di mercato avverse, può comportare esborsi considerevoli.

Quanto al coinvolgimento degli organi di governo e amministrazione dell'ente nel processo valutativo e decisionale prodromico all'estinzione anticipata del derivato, il Consiglio comunale/provinciale è stato coinvolto in circa la metà dei casi (21 su 41 risposte rese). Ben più ampio, prossimo alla totalità, è stato il coinvolgimento della Giunta, in 35 casi, e del Dirigente responsabile del competente settore, in 40 casi, sempre su 41 risposte date.

Questionario – Risposta 23

Questionario – Risposta 24

Questionario – Risposta 25

Sempre nel processo valutativo e decisionale prodromico all'estinzione anticipata del derivato, su circa metà (20 per l'esattezza) dei 41 casi di unwinding gli enti hanno fatto ricorso a consulenti esterni specializzati.

Questionario – Risposta 25

Nella larga maggioranza dei casi (precisamente 16 su 19; in verità, pur essendo 20 i casi di ricorso a consulenze esterne in sede di unwinding, soltanto per 19 contratti è stata fornita risposta alla domanda 26), gli enti hanno fatto ricorso a consulenti non riconducibili alla controparte dell'operazione derivata, nemmeno in virtù di rapporti di controllo, collegamento, gruppo, titolarità di partecipazioni rilevanti (art. 2359 c.c., art. 59, 60 d.lg. n. 385/1993 o 11 d.lg. n. 58/1998, art. 19, 22, 23 d.lg. n. 385/1993, art. 15 d.lg. n. 58/1998).

Va sottolineato il diverso atteggiamento assunto per il profilo in esame dagli enti locali in sede di unwinding rispetto a quello avuto in sede di attivazione dei contratti, in cui, come si vedrà meglio nel paragrafo 14, nettamente maggioritario

(30 casi su 34) è stato il ricorso ai servizi valutativi e informativi resi dalla controparte bancaria o da soggetti a essa riconducibili.

Nelle molteplici audizioni svolte nell'ambito delle istruttorie ex art. 1, commi 166 e seguenti, della legge n. 266/2005, diversi enti hanno rappresentato che il ricorso in fase di estinzione a consulenti indipendenti dalla controparte bancaria è da ricondursi alla maggiore consapevolezza assunta, in epoca successiva all'attivazione del derivato, in ordine ai rischi e alla complessità delle operazioni attivate - anche a seguito dei notevoli esborsi finanziari non di rado subiti a causa delle medesime e degli ingenti mtm negativi sovente raggiunti dalle stesse - e, conseguentemente, in ordine alla necessità di avvalersi di supporti organizzativi e professionali specialistici per l'assunzione di decisioni inerenti alla delicata fase dell'estinzione, anche in considerazione degli ingenti esborsi che la stessa può determinare nell'immediato in presenza di mtm negativi. E' stata poi rappresentata la maggiore consapevolezza raggiunta in ordine alla situazione di conflitto di interessi in cui può ontologicamente versare la banca in ordine alla prestazione di servizi di consulenza relativi a operazioni delle quali è controparte, situazione che si appalesa con particolare evidenza ove l'operazione sia oggetto di contenzioso tra le parti. Tali fattori emersi in sede di audizione sono verosimilmente alla base delle diverse risultanze comportamentali suesposte in merito al ricorso a consulenti nelle diverse fasi dell'attivazione e dell'estinzione dei derivati.

Questionario – Risposta 26

Analogamente a quanto avvenuto per il ricorso ai consulenti in fase di attivazione dei derivati, anche in sede estintiva maggioritario è risultato il ricorso alle procedure di trattativa privata per la selezione del consulente: si è trattato di 14 casi su 20, dei quali 5 con previa indagine di mercato e 9 senza previa indagine di mercato.

Questionario – Risposta 27

Quanto ai contratti ancora in essere, per i 65 contratti per i quali sono state fornite risposte per circa un terzo (per l'esattezza in 23 casi) l'ente intende procedere o sta già procedendo all'estinzione. In 17 casi su 28 (numero che peraltro si discosta, sia pur in modo lieve, dai 23 casi appena esposti) si tratta di un intento di estinzione formalizzato in atti o per il quale sono in corso trattative.

Questionario – Risposta 20

Questionario – Risposta 21

11. I flussi periodici generati dagli strumenti derivati

Hanno costituito oggetto di esame anche i flussi periodicamente generati dai derivati. Va in proposito premesso che, a fronte di una durata media dei contratti esaminati che si attesta intorno ai 15 anni, come sopra mostrato dalla Tabella 9, l'analisi condotta con riguardo al solo quadriennio 2006-2009 non può certamente ritenersi esaustiva, considerato che l'andamento dei parametri di riferimento dei derivati da un lato e la struttura dei medesimi dall'altro lato possono far sì che i flussi verificatisi in un anno siano ampiamente diversi, sia per segno che per entità, dai flussi verificatisi in un altro anno.

Peraltro, il quadriennio 2006-2009, pur di gran lunga inferiore rispetto alla durata media dei contratti esaminati, presenta una non trascurabile valenza analitica, dal momento che ha ospitato movimenti contrapposti e relativamente ampi della variabile tasso di interesse: i tassi, infatti, hanno avuto significativi rialzi negli anni 2006, 2007 e nella prima parte del 2008, per poi scendere ampiamente a partire dagli ultimi mesi del 2008 a seguito della grave crisi finanziaria ed economica mondiale che ha visto le Banche centrali di tutto il mondo impegnate in politiche monetarie finalizzate a consentire un'ampia discesa dei tassi di interesse, quale misura di sostegno e stimolo all'economia. In tale misura, l'analisi dei flussi registratisi nei pur pochi anni in questione, per quanto ben lunghi dall'essere esaustiva, consente comunque lo svolgimento di interessanti considerazioni in ordine alla sensibilità degli strumenti utilizzati rispetto ai movimenti mercato.

Al riguardo va premesso che, trattandosi gli strumenti esaminati in larghissima parte di contratti di swap, i flussi periodici dai medesimi generati si sostanziano di regola nello scambio reciproco dei flussi dovuti tra le parti e dunque nel relativo netting. Quest'ultimo rappresenta l'effetto periodico finale del derivato sul singolo ente, consentendo di fatto la conversione del tasso di interesse originario nel nuovo tasso, realizzata in forma sintetica, ossia risultante dall'azione combinata del contratto sottostante, perdurante e immutato, e del derivato che gli viene affiancato. In altri termini, a seguito della combinazione del derivato con il contratto di debito sottostante, l'effetto finanziario periodico complessivo che ne risulta per l'ente è quello della sostituzione del tasso di interesse originario corrisposto sul debito sottostante con il netting periodico dei flussi scambiati tra le parti. Pertanto, nella misura in cui tale netting sia positivo o negativo, potrà dirsi che il derivato abbia determinato, rispetto al contratto di finanziamento sottostante, corrispondenti guadagni o perdite per l'ente locale in termini di risparmio o aggravio degli oneri per interessi.

Si ribadisce peraltro che, trattandosi di strumenti con una durata di regola molto più lunga rispetto al quadriennio 2006-2009 per il quale si dispone di rilevazioni e potendo i flussi scambiati tra le parti differire ampiamente da un anno all'altro sia per segno che per entità - non solo a seconda dell'andamento dei parametri di mercato cui fa riferimento il derivato, ma altresì in base all'entità e al segno della leva posta dal derivato su quei parametri - una valutazione esaustiva dell'effetto finale determinato dall'utilizzo dei derivati in termini di guadagno o perdita, ossia di riduzione o aggravio degli oneri per interessi, rispetto al debito sottostante originario non può comunque prescindere dalla considerazione dei flussi occorsi durante l'intero arco temporale in cui l'operazione si è esplicata.

Nella seguente tabella il netting aggregato dei flussi annualmente scambiati tra le parti. L'elaborazione riguarda esclusivamente gli enti che hanno fornito tale dato (fermo che, di tali enti, alcuni hanno in essere più contratti derivati), pari a 55 (40 nel 2009) su un totale di 66. E' interessante notare che, nonostante il quadriennio osservato abbia ospitato movimenti contrapposti e relativamente ampi dei tassi di interesse, che hanno seguito un trend rialzista negli anni 2006 2007 e nella prima parte del 2008 e un trend ampiamente ribassista a partire dagli ultimi mesi del 2008, in tutti gli anni considerati (tranne che nel 2006 in cui si registra un dato positivo peraltro molto contenuto, pari a circa 360mila euro) i flussi periodici aggregati siano di segno negativo, con un andamento crescente in modo progressivo e nel 2009 sostanzialmente esponenziale: si passa infatti dagli oltre 3 milioni di euro nel 2007 agli oltre 7 milioni di euro nel 2008 ai quasi 18 milioni di euro nel 2009, dato quest'ultimo particolarmente elevato ove si consideri che gli enti segnalanti in tale anno erano circa 10 di meno rispetto agli anni precedenti.

Tabella 38 netting aggregato dei flussi annualmente scambiati tra le parti

Ponendo il netting aggregato dei flussi annualmente scambiati tra le parti in rapporto al nozionale aggregato annuale di riferimento (l'elaborazione riguarda soltanto gli enti che hanno fornito tali dati, pari a circa 50 (35 nel 2009), si ottiene una percentuale che sostanzialmente indica, sempre a livello aggregato, lo spread in aumento/diminuzione corrisposto/risparmiato a seguito della ristrutturazione sintetica operata sul costo annuale originario del debito sottostante. I dati mostrano che uno spread positivo (e dunque un risparmio rispetto al costo originario del debito) si è avuto solo nel 2006, in misura peraltro marginale (0,03%). In tutti gli altri anni, la ristrutturazione ha comportato, sempre a livello aggregato, un incremento del costo del debito rispetto a quello originario che è cresciuto dallo 0,28% del 2007 allo 0,70% del 2008 al 2,02% nel 2009.

Tabella 39 Nozionale aggregato annuale del debito sottostante / netting aggregato dei flussi annualmente scambiati tra le parti

Le elaborazioni sopra svolte mostrano quindi che alla significativa discesa dei tassi di mercato registratasi a partire dalla seconda parte del 2008, mostrata nella Tabella 35, non ha fatto riscontro una corrispondente discesa del nuovo costo del debito come ristrutturato in virtù di derivati. Ciò nonostante che, come visto nel paragrafo e nelle tabelle ivi prospettate, il debito degli enti esaminati, anche a seguito delle ristrutturazioni operate con derivati, sia in misura ampiamente maggioritaria caratterizzato da una struttura di tasso variabile la quale, come tale, tende ad assecondare la direzione dei movimenti del tasso di mercato.

Da quanto sopra emerge dunque che, quanto meno nel quadriennio osservato, la sensibilità dei flussi periodici generati dai derivati esaminati verso movimenti rialzisti dei tassi è stata maggiore rispetto alla sensibilità verso movimenti ribassisti, posto che questi ultimi non si sono tradotti in corrispondenti riduzioni del costo del debito come sinteticamente ristrutturato.

Va al riguardo posto in luce che, se l'andamento dei tassi di mercato costituisce una variabile esogena, la descritta configurazione della sensibilità degli strumenti derivati analizzati rispetto alla suddetta variabile appare piuttosto da ricondursi alle modalità di commisurazione delle prestazioni contrattualmente poste a carico delle parti rispetto ai parametri di mercato e, segnatamente, a una taratura contrattuale delle prestazioni a carico delle parti rispetto all'evoluzione dei parametri di mercato costruita in modo tale da amplificare, tramite meccanismi moltiplicatori o di leva, gli effetti dei medesimi ove determinino esborsi a carico dell'ente locale (normalmente a seguito di movimenti rialzisti dei tassi) e da minimizzarli ove gli stessi possano determinare dei guadagni per quest'ultimo (normalmente a seguito di movimenti ribassisti dei tassi).

12. L'imputazione contabile e l'utilizzo dei flussi

Ha costituito oggetto di esame altresì l'imputazione contabile e l'utilizzo dei flussi generati dai derivati. Alla luce delle considerazioni esposte nel pertinente capitolo della Parte I è ritenuta corretta la seguente imputazione:

flussi negativi : Spese Titolo I

flussi positivi di carattere *una tantum* (upfront iniziale, upfront differito derivante dallo scambio di flussi fissi anche periodici, unwinding, rinegoziazione):
Entrate Titolo IV

flussi positivi derivanti dai differenziali periodici: Entrate Titolo IV oppure Titolo III ma da accantonare in un apposito fondo, contenuto a fine esercizio nell'avanzo di amministrazione, destinato a garantire i rischi futuri del contratto o direttamente destinabile al finanziamento di investimenti.

Nelle seguenti tabelle l'imputazione contabile e l'utilizzo dei flussi generati dai contratti derivati accesi dagli enti locali veneti che hanno fornito tali dati.

Quanto ai flussi positivi derivanti da upfront, la maggior parte dei dati acquisiti mostra la netta prevalenza dell'imputazione al Titolo III dell'Entrata e della destinazione a spesa corrente, che hanno riguardato 8 (in un caso la destinazione a spesa corrente è stata parziale) dei 10 enti che hanno fornito il dato nel 2006 (nel 2007 i 2 enti che hanno indicato l'imputazione al Titolo III non ne hanno chiarito la destinazione, mentre per il 2008 e il 2009 gli enti non hanno dichiarato di aver percepito upfront). Alla luce della sopra evidenziata natura dell'upfront di sostanziale indebitamento, oggetto di riconoscimento sia normativo che da parte dei principi contabili, tale prassi va censurata sotto il profilo della sua non conformità alla *golden rule* che vieta il ricorso all'indebitamento per il finanziamento della spesa corrente.

Tabella 40 Imputazione contabile entrate da upfront

Tabella 41 Destinazione contabile entrate da upfront

Con riguardo ai differenziali tra i flussi periodicamente scambiati tra le parti, per i netting positivi si è riscontrata la tendenza largamente prevalente (24 su 29 nel 2006, 13 su 16 nel 2007, 9 su 12 nel 2008, 10 su 14 nel 2009), analoga a quella emersa con riferimento all'upfront, a imputarli al Titolo III dell'Entrata, destinandoli peraltro alla spesa corrente. Solo in un caso nel 2006 e in uno nel 2008 vi è stato accantonamento in un fondo destinato a coprire i rischi connessi alla gestione non tradizionale dell'indebitamento. Sono dunque risultati diffusamente non rispettati i canoni di corretta imputazione e utilizzo sopra prospettati.

In linea con i canoni suddetti sono state invece le imputazioni contabili dei netting periodici negativi, al Titolo I della Spesa, salvo che in un caso, riscontrato nel 2008, in cui vi è stata un'imputazione in conto capitale.

Tabella 42 Imputazione contabile entrate da differenziali periodici positivi

Tabella 43 Destinazione contabile entrate da differenziali periodici positivi

Tabella 44 Imputazione contabile spese da differenziali periodici negativi

Per quanto concerne l'*unwinding*, ove positivo, anche qui si è registrata la prassi, già censurata, di ascrivere le relative entrate al Titolo III destinandole alla spesa corrente: tale fenomeno ha interessato tutti e 2 i casi attestati per il 2007 e 4 dei 5 casi attestati per il 2009 (per il 2006 l'unico ente che ha segnalato entrate da *unwinding* imputandole al Titolo I non ha indicato la destinazione), mentre solo per il 2008 l'unico ente che ha percepito un *unwinding* positivo iscritto al Titolo III lo ha correttamente destinato a spese in conto capitale.

Corretta è stata altresì l'imputazione degli *unwinding* negativi alle Spese correnti, salvo che in un caso registratosi nel 2009 in cui l'imputazione è avvenuta in parte capitale.

Tabella 45 Imputazione contabile entrate da *unwinding* positivo

Tabella 46 Destinazione contabile entrate da *unwinding* positivo

Tabella 47 Imputazione contabile spese da *unwinding* negativo

Da quanto sopra emerge, quale principale profilo di criticità, quello della destinazione delle entrate a vario titolo generate dai derivati al finanziamento della spesa corrente. Si rinvia in proposito alle considerazioni svolte sopra e, più diffusamente, nella Parte Prima, in ordine alla non conformità di tali impieghi alla *golden rule* sancita dall'art. 119, ultimo comma, Costituzione e che si è visto essere stata da ultimo ampiamente declinata dalla normativa primaria, oltre che dai principi contabili. Si è evidenzia altresì la pericolosità del reperimento di liquidità attraverso tali strutture finanziarie, essendo le stesse ben più sofisticate rispetto a quelle tradizionali, ben più complesse da comprendere, monitorare e gestire e potenzialmente foriere di esborsi che si è visto poter essere largamente esponenziali rispetto ai possibili benefici, oltre che tendenzialmente traslati in avanti nel tempo e dunque di percezione e controllo molto meno immediati.

13. La funzione degli strumenti derivati utilizzati

Si sopra visto, nella Parte I, come la normativa consenta agli enti territoriali l'utilizzo di strumenti finanziari derivati per finalità di copertura dei rischi di mercato e di riduzione del costo dell'indebitamento. Si è anche posto in luce come tale duplice finalità vada intesa, considerata l'antitetività tra i due esposti obiettivi, come un bilanciamento ottimale dei medesimi che, tenuto conto della natura pubblica delle risorse utilizzate, va condotto sempre in un'ottica di prudenza che preclude l'assunzione di rischi eccessivi.

Esula certamente, in base al quadro normativo surrichiamato, dalle possibili finalità perseguibili mediante l'attivazione di derivati da parte di enti pubblici quella di speculazione, consistente nell'assunzione di una posizione sul mercato per conseguire un profitto. L'assenza di tale finalità va valutata non tanto sulla base degli intenti dichiarati dalle parti quanto piuttosto alla luce della struttura dell'operazione, da valutarsi sulla base di elementi oggettivi quali le modalità di evoluzione delle prestazioni dovute o conseguite dell'ente territoriale in relazione all'andamento favorevole o sfavorevole dei parametri di riferimento, la tendenza delle condizioni contrattuali a mitigare ovvero ad accentuare l'esposizione dell'ente rispetto ai rischi originari ovvero a determinare l'intensificazione dell'esposizione ai rischi preesistenti o ancora l'assunzione di rischi nuovi, la comparazione tra l'incidenza dei fattori di rischio caratterizzanti l'esposizione originaria e i fattori di rischio cui ci si espone in virtù della ristrutturazione sintetica e delle relative conseguenze finanziarie.

Va precisato che la non prevalenza della funzione speculativa, da accertarsi sulla base della architettura contrattuale, dovrebbe riguardare non solo l'ente pubblico, ma altresì la controparte bancaria. Invero, se è vietato all'ente territoriale assumere posizioni su strumenti finanziari con finalità di lucro e a prescindere da esigenze di copertura, *a fortiori* ciò deve ritenersi vietato alla controparte bancaria ai danni dell'ente pubblico e delle sue risorse finanziarie e patrimoniali.

Una definizione tecnico-giuridica di operazioni "di copertura" si rinviene nella comunicazione CONSOB DI/99013791 del 26.2.1999 secondo cui possono essere considerate tali le operazioni su strumenti finanziari derivati che: a) siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute; b) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine; c) siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente.

Ciò premesso, l'esame degli atti deliberativi e contrattuali con cui gli enti locali veneti hanno assunto le determinazioni relative all'utilizzo di strumenti finanziari derivati ha posto in luce un'elevata standardizzazione delle formule utilizzate. Tale fenomeno è spiegabile in considerazione della significativa concentrazione dei rapporti contrattuali con un numero relativamente limitato di controparti bancarie nonché della prassi degli operatori bancari di rendere servizi "full inclusive" sotto il profilo non solo contrattuale ma altresì amministrativo, curando la materiale predisposizione di tutta la documentazione necessaria al perfezionamento delle operazioni, sia con riguardo agli schemi contrattuali, sia con

riferimento all'attività amministrativa prodromica alla conclusione delle operazioni. Nelle numerose audizioni svolte nell'ambito dei controlli ex art. 1, commi 166 e seguenti della legge n. 266/2005, gli enti hanno fatto presente che era la controparte bancaria a indicare gli atti amministrativi necessari al perfezionamento delle operazioni e il loro contenuto, oltre che a predisporre materialmente le relative bozze che gli enti locali si limitavano soltanto a recepire in atti formali.

In tale contesto, gli atti amministrativi prodromici alla stipula dei derivati fanno di regola riferimento alla finalità, nella sostanza e indipendentemente dalle espressioni letterali utilizzate, di ottimizzazione dei flussi finanziari per interessi passivi nell'ambito di un profilo di rischio contenuto e dunque, in altri termini, alla riduzione del costo del debito e conseguentemente alla liberazione di risorse da destinare (come in effetti è poi generalmente avvenuto) ad altri fini che, non di rado, sono consistiti nella realizzazione di spese correnti. In tal senso si è dunque trattato di un fine dichiaratamente speculativo, in termini di riduzione degli oneri del servizio del debito, peraltro normativamente consentito nella prospettiva, illustrata nella Parte I, del bilanciamento tra tale finalità e l'esigenza di mantenere un profilo di rischio contenuto e congruo rispetto alla natura pubblica delle risorse utilizzate. Più nel dettaglio, la suddetta finalità della riduzione degli oneri per interessi sull'esposizione debitoria sottostante è risultata la risposta in gran lunga prevalente nell'ambito del Questionario (53 casi su 96); meritano altresì menzione la finalità di modifica dei tempi dell'ammortamento (14) o del riparto temporale degli oneri dell'ammortamento (4); per 6 contratti è stato invece indicato l'obiettivo del reperimento di liquidità.

Questionario – Risposta 8

Coerentemente con il fatto che tra i suddetti obiettivi dichiarati non figura quello del contenimento dei rischi, effettivamente i contratti esaminati non sono apparsi caratterizzati da un'architettura preordinata in prevalenza alla copertura di rischi esistenti. Si è visto, infatti, che nel maggior numero i derivati esaminati hanno operato nel senso di accentuare l'esposizione e il passaggio al tasso variabile degli enti interessati, che per la maggior parte partivano da strutture di debito tradizionale a tasso fisso, come tale immune dal rischio di rialzo dei tassi di interesse ed esposto semmai al rischio contrario del ribasso dei tassi di mercato, in ordine al quale gli enti hanno talora acquistato protezioni marginali, non di rado rendendosi altresì venditori di protezione nei riguardi delle controparti bancarie, come nel caso delle opzioni Floor. Le istruttorie svolte ex art. 1, commi 166 e seguenti, della legge n. 266/2005 hanno altresì posto in luce significative leve contrattuali incentrate in misura molto maggiore, tramite meccanismi moltiplicatori,

sul fattore di rischio a carico dell'ente pubblico (sovente il rialzo dei tassi di interesse) che su quello a carico della banca, strutturate quali contropartita di possibili riduzioni degli oneri per interessi sul debito sottostante. Ciò anche attraverso la determinazione in capo all'ente locale dell'esposizione a nuovi e spesso più intensi rischi, sconosciuti all'indebitamento sottostante, assunti proprio per effetto del contratto derivato, come ad esempio è avvenuto nel caso del passaggio da strutture di tasso fisso a strutture di tasso variabile, con conseguente assunzione ex novo del rischio di rialzo dei tassi di mercato.

Va in tal senso segnalato che, in diversi casi, per lo più riferiti a contratti stipulati prima dell'entrata in vigore della più stringente disciplina introdotta dal d.M. 1 dicembre 2003, n. 389 e dalla relativa circolare attuativa del 27 maggio 2004, l'ente locale ha assunto, in virtù della trasformazione del tasso da fisso in variabile, un'esposizione addirittura illimitata al rischio di rialzo dei tassi in virtù di strutture contrattuali variamente denominate (gap floater swap, reverse convertible, etc.) ma accomunate dal fatto di prevedere "barriere" al superamento delle quali l'obbligazione dell'ente, che inizialmente comportava il pagamento di un tasso fisso - di regola di valore inferiore a quello preesistente - si tramutava nel pagamento di un tasso variabile accompagnato o meno da spread ma privo di limiti massimi; diversi di tali contratti sono stati consensualmente risolti dalle parti nell'ambito di successive rinegoziazioni dell'originario rapporto contrattuale, sulla base di indicazioni provenienti spesso dalle banche che ne evidenziavano la possibile non conformità ai principi affermati dal DM n. 389 del 2004. In altri casi, pur essendo l'esposizione al rischio di rialzo dei tassi delimitata dalla presenza di opzioni Cap a favore dell'ente pubblico, lo stesso ha comunque assunto un'esposizione elevata al rischio suddetto in virtù dell'elevato livello del Cap.

Va anche evidenziato l'ampio arco temporale cui si riferiscono i contratti in questione (si è sopra visto come la durata media rilevata si aggiri intorno ai 15 anni) sia elemento atto ad accentuare qualsivoglia tipo di rischio, proprio in considerazione della obiettiva difficoltà di formulare previsioni attendibili sul futuro corso dei tassi, attendibilità che decresce in modo esponenziale all'ampiezza dell'arco temporale di riferimento.

14. Il riparto delle decisioni tra i diversi livelli di governo e di amministrazione

Ha costituito oggetto di approfondimento anche il riparto dei poteri decisionali aventi a oggetto derivati all'interno dell'ente. In proposito questa

Sezione ha più volte manifestato il proprio orientamento (ex multis del. n. 127/2008/contr.fz.; del. 12/2009/PRSP; del. 11 maggio 2009, n. 44 e n. 45), in linea con gli indirizzi manifestati anche da altre Sezioni regionali di controllo (cfr. Sez. Lombardia, del. n. 52/2008) circa il fatto che in relazione a contratti che, quali quello in esame, *"impegnano l'attività e le risorse dell'ente per molti anni, ponendo vincoli sull'utilizzo delle risorse future ... un ruolo centrale è riservato al Consiglio comunale, organo esponenziale della popolazione di riferimento dell'ente, che è l'unico soggetto che può valutare l'opportunità e la convenienza di porre vincoli all'utilizzo delle risorse future"*. Infatti, *"Al Consiglio comunale è riservata, in linea generale, la potestà di adottare gli atti che impegnano e vincolano l'utilizzo delle risorse finanziarie per più esercizi, poiché deve approvare, inter alia, i piani finanziari, deliberare la contrazione dei mutui non previsti in atti fondamentali già deliberati dallo stesso Consiglio e, in generale, le spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi"*. Alla luce di ciò, la delibera dell'organo di governo dell'Ente *"non può limitarsi ad autorizzare l'operazione in modo generico, ma deve contenere l'indicazione dei principali obblighi e vincoli finanziari che l'ente intende assumere, per la ragione che le modalità operative prescelte possono condizionare, per lungo tempo, le possibilità di utilizzo delle risorse dell'ente, e quindi della collettività amministrata. A seguito di specifico indirizzo del Consiglio, o in preparazione ed elaborazione di proposte che il Consiglio dovrà esaminare, la Giunta Comunale deve indicare in modo analitico gli indirizzi operativi che devono condurre alla conclusione dell'operazione da parte del Dirigente responsabile. Al Dirigente preposto al settore di riferimento, nel caso quello dei Servizi finanziari, il Testo unico riserva ampi poteri di gestione, sempre, però, nel rispetto degli indirizzi stabiliti dalla Giunta comunale La particolare complessità di questo tipo di operazioni, anche in relazione ai rischi finanziari che l'ente potrebbe accollarsi dovrebbe indurre ciascun ente a disciplinare in modo preciso e puntuale nel regolamento di contabilità le competenze di ciascun organo in relazione alla conclusione delle operazioni di ristrutturazione del debito mediante l'utilizzo di strumenti derivati, fermo restando il necessario coinvolgimento dei diversi organi, sia in relazione alle loro competenze previste dal Testo Unico che al vincolo di rappresentatività della collettività. La predetta conclusione implica, altresì, che anche ogni successiva modifica od integrazione dell'operazione finanziaria debba essere effettuata rispettando la previsione originaria, coinvolgendo, in relazione agli ambiti di rispettiva competenza, sia il Consiglio comunale che la Giunta comunale e non il solo Responsabile dei Servizi Finanziari. ... il Dirigente responsabile può procedere, senza bisogno di alcuno specifico indirizzo da parte della Giunta comunale, solo ad aggiustamenti o integrazioni che non comportino una modifica*

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

Ciò premesso, dalle risposte fornite al questionario è emerso che su 96 contratti cui le stesse fanno riferimento il Consiglio comunale/provinciale è stato coinvolto nel processo valutativo e decisionale prodromico all'attivazione del derivato in 57 casi. Ben più ampio, prossimo alla totalità, è stato il coinvolgimento della Giunta, in 87 casi, e del Dirigente responsabile del competente settore, in 90 casi.

Questionario – Risposta 5

Questionario – Risposta 6

Questionario – Risposta 7

Con riferimento all'estinzione anticipata dei contratti, il Consiglio comunale/provinciale è stato coinvolto nel processo valutativo e decisionale prodromico all'unwinding in circa la metà dei casi (21 su 41 risposte rese). Ben più ampio, prossimo alla totalità, è stato il coinvolgimento della Giunta, in 35 casi, e del Dirigente responsabile del competente settore, in 40 casi, sempre su 41 risposte date.

Questionario – Risposta 23

Questionario – Risposta 24

Questionario – Risposta 25

Quanto alle modalità di coinvolgimento degli organi suddetti, le istruttorie svolte ex art. 1, commi 166 e seguenti, della legge n. 266/2005 ha posto in luce che, quanto al Consiglio comunale, il coinvolgimento è avvenuto con le seguenti modalità: mediante la previsione nella relazione previsionale e programmatica della possibilità di gestire l'indebitamento mediante ricorso a strumenti derivati; in virtù di apposite delibere autorizzative che ha dettato alla Giunta gli indirizzi fondamentali in ordine alla tipologia di contratto da attivare e agli effetti da conseguire in ordine alla struttura dell'indebitamento sottostante; talora mediante

delibere autorizzative della vera e propria proposta contrattuale, salve le variazioni delle condizioni economiche connesse all'evoluzione dei parametri di mercato tra data della proposta e data del perfezionamento del contratto.

Quanto alla Giunta, di regola essa ha autorizzato l'attivazione dei derivati nonché le rispettive rinegoziazioni ed estinzioni anticipate, normalmente mediante l'approvazione delle relative proposte contrattuali, salve le variazioni delle condizioni economiche connesse all'evoluzione dei parametri di mercato tra data della proposta e data del perfezionamento del contratto.

Di regola tali delibere di Giunta hanno altresì conferito all'organo amministrativo l'incarico di svolgere tutta l'attività amministrativa e contrattuale prodromica al perfezionamento dell'operazione e segnatamente la sottoscrizione del contratto normativo e della conferma dei singoli contratti, nonché, ove rilasciata, della dichiarazione di operatore qualificato di cui all'art. 31 del Reg. CONSOB n. 11522/1998, con l'accettazione che i rapporti con la banca fossero regolati dalla disciplina prevista per gli operatori qualificati.

Peraltro, sovente all'organo amministrativo è stato conferito un mandato amplissimo in ordine alla definizione delle condizioni contrattuali, anche modificative rispetto alla proposta autorizzata dalla Giunta, e alla loro successiva eventuale modificazione o alla risoluzione anticipata del contratto, senza la fissazione di specifici criteri di riferimento, non in linea con il riparto di responsabilità tra i diversi livelli decisionali come sopra prospettato che, come detto, vede necessariamente radicata negli organi di governo la definizione dei criteri sottostanti all'assunzione di vincoli negoziali che comportano l'assunzione di oneri finanziari pluriennali, che incidono sul riparto intergenerazionale del servizio del debito, e di rischi ingenti, suscettibili di incidere in modo significativo sugli equilibri finanziari dell'ente. Va peraltro posto in luce come tale ampio mandato conferito all'organo amministrativo sovente non sia apparso concretamente esercitato, dal momento che di regola i contratti sono stati perfezionati, rinegoziati o estinti sulla base delle proposte autorizzate dall'organo di governo, eventualmente con variazioni sostanzialmente connesse all'evoluzione dei parametri di mercato tra data della proposta e data di perfezionamento.

15. Le procedure seguite per la selezione della controparte degli strumenti derivati

Quanto alle procedure seguite per la selezione del contraente, dalle risposte fornite al questionario per la totalità dei contratti esaminati emerge che largamente maggioritario è stato il ricorso alla trattativa privata, in 46 casi previa indagine di

mercato, in 34 casi senza previo esperimento di alcuna indagine di mercato; marginale il ricorso alle altre procedure (aperta, ristretta, etc.).

Questionario – Risposta 9

In proposito questa Sezione non può esimersi dal sottolineare che, come ha già più volte ricordato (*ex multis* del. n. 3 del 13 gennaio 2010), la normativa contabile e amministrativa, in linea con la disciplina comunitaria, impone che la scelta del contraente della parte pubblica avvenga sempre sulla base di un previo confronto concorrenziale.

A tale riguardo, è stata anche chiarita la portata del disposto dell'art. 5 comma 2 lett. d) del d.lg. n. 157/1995 avente ad oggetto "*attuazione della direttiva 92/50/CEE in materia di appalti pubblici di servizi*", che escludeva l'applicazione delle norme di evidenza pubblica stabilite dal decreto medesimo ai "*contratti per servizi finanziari relativi all'emissione, all'acquisto, alla vendita ed al trasferimento di titoli o di altri strumenti e a quelli per servizi forniti dalle banche centrali*". Va anche precisato che tale decreto è stato abrogato dall'art. 256 del d.lg. 12 aprile 2006, n. 163 (Codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi, forniture, ove è sostanzialmente confluito) e che il richiamato art. 5 (che recepiva quanto previsto dall'art. 1, comma 1 lett. a), punto vii) della direttiva 92/50/CEE del 18 giugno 1992 in materia di servizi) è ora sostituito dall'art. 19, comma 1, lett. d) del Codice dei contratti, con cui è stato recepito l'art. 16, lett. d) della Direttiva 2004/18/CE del 31 marzo 2004 (che ha unificato la disciplina comunitaria relativa agli appalti pubblici di lavori, servizi e forniture, in precedenza per l'appunto contenuta in distinte direttive).

La portata della deroga posta dall'abrogato art. 5 del d.lg. n. 157/1995, così come dal vigente art. 19 del Codice dei contratti va ad ogni modo apprezzata alla luce della costante giurisprudenza e prassi comunitaria (cfr. la Comunicazione interpretativa della Commissione europea n. 2006/C179/02 del 23 giugno 2006) in materia di "contratti esclusi", richiamate nel 2° considerando della stessa direttiva 2004/18/CE, in base al quale l'aggiudicazione di tutti i contratti pubblici, compresi quelli "esclusi" dall'applicazione delle puntuali disposizioni attuative del principio di gara, è comunque e sempre "*subordinata al rispetto dei principi del trattato ed in particolare ai principi della libera circolazione delle merci, della libertà di stabilimento e della libera prestazione dei servizi, nonché ai principi che ne derivano, quali i principi di parità di trattamento, di non discriminazione, di riconoscimento reciproco, di proporzionalità e di trasparenza*". La Corte di giustizia ha definito un insieme di norme fondamentali per l'aggiudicazione degli appalti pubblici, che derivano direttamente dalle disposizioni e dai principi del trattato CE. I principi di

uguaglianza di trattamento e di non discriminazione sulla base della nazionalità comportano un obbligo di trasparenza che, conformemente alla giurisprudenza della CGCE, «*consiste nel garantire, in favore di ogni potenziale offerente, un adeguato livello di pubblicità che consenta l'apertura degli appalti dei servizi alla concorrenza, nonché il controllo sull'imparzialità delle procedure di aggiudicazione*» (causa C-324/98 Telaustria, 2000, Racc. I-10745, par. 62; causa C-231/03 Coname, sent. 21.7.2005, par. 16-19; causa C-458/03 Parking Brixen, sent. 13.10.2005, par. 49). Tali norme si applicano all'aggiudicazione di concessioni di servizi, agli appalti inferiori alle soglie e agli appalti di servizi di cui all'allegato II B della direttiva 2004/18/CE e all'allegato XVII B della direttiva 2004/17/CE quando si tratta di aspetti non disciplinati dalle predette direttive (Causa C-234/03 Contse, sentenza del 27.10.2005, paragrafi da 47 a 49). La Corte ha esplicitamente dichiarato che «*sebbene taluni contratti siano esclusi dalla sfera di applicazione delle direttive comunitarie nel settore degli appalti pubblici, le amministrazioni aggiudicatrici che li stipulano sono ciò nondimeno tenute a rispettare i principi fondamentali del trattato*» (Causa Bent Moustén Vestergaard, paragrafo 20).

Recependo i suddetti principi, gli artt. 2 e 27 del Codice dei contratti pubblici nazionale impongono che, anche per i contratti "esclusi" dall'applicazione delle puntuali disposizioni in tema di procedure di aggiudicazione degli appalti pubblici, la selezione del contraente venga ad ogni modo improntata a un principio di concorrenzialità che, sia pur rimesso nelle modalità attuative alle scelte discrezionali dell'Ente non vincolate alle specifiche norme procedurali, venga comunque nella sostanza sempre rispettato.

Il mancato esperimento di procedure di confronto concorrenziale, oltre che non conforme ai richiamati principi di diritto comunitario, amministrativo e contabile, nemmeno è conforme a canoni di sana gestione finanziaria, risolvendosi nella privazione dell'Ente dei benefici, in termini di migliori condizioni economiche e contrattuali conseguibili, che di regola scaturiscono da una regolare competizione tra gli operatori.

Va anche sottolineato come l'esperimento del prescritto confronto concorrenziale appaia un presidio quanto mai necessario ove si consideri, da un lato, la difficoltà in cui naturalmente versa l'ente pubblico nella valutazione degli effetti, dell'adeguatezza e della convenienza di strumenti particolarmente rischiosi e complessi quali sono i derivati finanziari, il cui effettivo ed efficace apprezzamento presuppone conoscenze e professionalità specialistiche che sono patrimonio peculiare degli operatori finanziari istituzionali o degli esperti e che di regola non possiedono le pubbliche amministrazioni, esulando chiaramente un siffatto

background da quanto si esplica e si acquisisce nell'ordinaria attività amministrativa.

Dall'altro lato, occorre tenere in conto che la specularità della posizione delle due controparti dell'operazione derivata fa sì che le perdite dell'una si traducano esattamente nei guadagni dell'altra e viceversa e, come tale, è atta a ingenerare, ontologicamente, una posizione oggettiva e inevitabile di conflitto di interessi tra le parti e nella parte che eventualmente presti servizi valutativi o consulenziali nei riguardi dell'altra: ciò in quanto un consiglio conveniente per l'ente non può non essere al tempo stesso un consiglio non conveniente per la controparte bancaria e, viceversa, un consiglio svantaggioso per l'Ente non possa che essere un consiglio vantaggioso per la banca. In tale ambito, la possibilità di comparare una pluralità di offerte e di elementi informativi e valutativi provenienti da operatori diversi costituisce un ausilio particolarmente prezioso per l'ente pubblico, certamente non esaustivo né sufficiente rispetto alla complessità e rischiosità degli strumenti utilizzati, ma che senza dubbio produce l'effetto di accrescere il patrimonio informativo e valutativo a disposizione dell'ente pubblico nonché il suo livello di consapevolezza e di autonomia decisionale, affrancandolo, quanto meno nella fase, comunque cruciale, della scelta della controparte, dalla dipendenza da un unico operatore e attenuando quella asimmetria informativa che lo discrimina rispetto agli operatori specializzati, proprio nella misura non sia più unica la fonte dalla quale riceve offerte, informazioni e consigli, consentendogli il confronto una migliore valutazione della relativa attendibilità.

In proposito, va osservato come la comprensione della struttura, degli effetti e dei rischi delle operazioni finanziarie poste in essere e l'apprezzamento della relativa adeguatezza e convenienza sono emersi come aspetti critici. In proposito, nelle risposte fornite al Questionario gli enti hanno dichiarato, in larga maggioranza (85 su 96), che la controparte bancaria proponente l'operazione ne ha illustrato i suddetti aspetti e che i medesimi erano stati compresi dall'ente pubblico al momento dell'attivazione dell'operazione (75 su 96); su 60 contratti (sempre dei 96) l'ente locale avrebbe rilasciato apposita dichiarazione alla controparte bancaria.

Questionario – Risposta 10

Questionario – Risposta 11

Questionario – Risposta 12

Va peraltro posto in luce come nelle molteplici audizioni svolte nell'ambito dei controlli ex art. 1, commi 166 e seguenti, della legge n. 266/2005 gli enti,

segnatamente ma non solo, quelli di minori dimensioni, hanno per contro rappresentato di non aver compreso pienamente, nella fase prodromica all'attivazione delle operazioni poste in essere, il funzionamento e le possibili conseguenze finanziarie delle medesime, dei cui rischi e della cui struttura avrebbero acquisito maggior consapevolezza soltanto in seguito, sovente in occasione degli ingenti esborsi periodici determinati in particolare dalla forte esposizione assunta dagli enti al rischio di rialzo dei tassi di interesse, rischio effettivamente concretizzatosi dal 2006 alla prima parte del 2008, e dei consistenti mtm negativi assunti dalle posizioni derivate attivate.

16. La dichiarazione di operatore qualificato. Le consulenze e i servizi valutativi, analitici e informativi inerenti all'operazione

Un ulteriore aspetto che è stato ritenuto meritevole di approfondimento attiene al rilascio da parte degli enti locali a favore della controparte bancaria della dichiarazione di essere in possesso di specifica competenza ed esperienza in materia, tale da poter essere considerati operatori qualificati ai fini dell'applicazione dell'art. 31 della delibera CONSOB n. 11522/1998. In proposito, per 56 contratti su 96 rilevati con il Questionario le banche proponenti hanno domandato agli enti il rilascio di tale dichiarazione, effettivamente rilasciata in pressoché tutti i casi (54). Di tali 54 casi, in larga maggioranza (48 contratti) la dichiarazione è stata rilasciata in quanto richiesta dalla banca come elemento necessario per dare corso all'operazione; in soli 2 casi l'Ente ha rilasciato la dichiarazione nonostante il rilascio non fosse necessario al fine di dare corso all'operazione; per un solo contratto l'ente ha fatto presente di ritenersi un operatore qualificato in ragione della propria esperienza e professionalità in materia dei derivati finanziari, acquisita in virtù dei supporti professionali e organizzativi dei quali si è dotato sia nell'ambito della propria struttura sia avvalendosi delle prestazioni specialistiche rese da soggetti esterni (abbonamento a data base di informazione finanziaria professionale).

Questionario – Risposta 13

Questionario – Risposta 14

Questionario – Risposta 15

Il surriferito esito maggioritario delle risposte rese al Questionario è in linea con quanto emerso nelle istruttorie svolte su specifiche operazioni di finanza derivata nell'esercizio dei poteri ex art. 1, commi 166 e seguenti, della legge n. 266/2005. In tale ambito, pressoché tutti gli enti auditi (Comuni non capoluogo)

hanno rappresentato che, nonostante non disponessero di supporti professionali e operativi nella materia finanziaria, la dichiarazione di operatore qualificato è stata richiesta dalla controparte bancaria quale elemento necessario per dare corso all'operazione. Si è anche appreso che tali dichiarazioni venivano materialmente predisposte dalle banche nell'ambito del "pacchetto documentale" fornito per dar corso alle operazioni, pacchetto che comprendeva, determinandone quindi il contenuto, sostanzialmente tutta la documentazione amministrativa e contrattuale necessaria, inclusi anche i testi delle delibere e degli atti degli organi comunali, che l'ente non faceva altro che sottoscrivere.

In proposito, non possono non censurarsi le ipotesi, come visto occorrenti in misura maggioritaria, in cui, senza disporre delle professionalità atte ad assicurare competenza ed esperienza specialistiche nella materia finanziaria, che costituiscono il necessario presupposto per l'individuazione di un operatore qualificato e per la conseguente rinuncia alla maggiore protezione normativamente prevista per i clienti al dettaglio, gli enti pubblici si sono esposti ai maggiori rischi derivanti dalle minori tutele giuridiche e informative che l'ordinamento collega all'expertise degli operatori qualificati e che sono stati illustrati nel pertinente capitolo della Parte I.

Non possono al riguardo ritenersi giustificazioni adeguate né il riferimento alla prospettazione da parte della banca della dichiarazione come momento procedurale necessario per dar corso all'operazione, né il confezionamento da parte della stessa del complessivo pacchetto documentale, comprensivo della dichiarazione di operatore qualificato. E' infatti evidente come gravi costantemente sull'ente pubblico l'obbligo, oltre che la correlata responsabilità, di vagliare autonomamente la legittimità e la corrispondenza a canoni di gestione sana e prudente delle pubbliche finanze degli atti negoziali ai quali addiviene, esercitando a tal fine un controllo critico su quanto proposto, prospettato o richiesto dalla controparte negoziale.

Nemmeno può ritenersi adeguata giustificazione l'aver fatto affidamento, ai fini del rilascio della dichiarazione, sui servizi di consulenza e monitoraggio resi dalla controparte bancaria. In proposito è emerso dalle risposte rese al Questionario che per 34 dei 96 contratti rilevati l'ente locale stipulante si è avvalso di consulenti nel processo decisionale e valutativo prodromico all'attivazione dell'operazione. Per 30 di tali 34 contratti ha avuto esito positivo il quesito volto a conoscere se il consulente fosse la controparte dell'operazione derivata o un soggetto che potesse essere considerato riconducibile al medesimo centro di interessi in senso economico della controparte bancaria (soggetto dalla stessa controllato o collegato ai sensi dell'art. 2359 del codice civile o facente parte dello stesso gruppo ai sensi degli art. 59, 60 d.lg. n. 385/1993 o 11 d.lg. n. 58/1998 o titolare di partecipazioni o

situazioni rilevanti ai sensi degli art. 19, 22, 23 d.lg. n. 385/1993 o 15 d.lg. n. 58/1998 ovvero controllato o collegato rispetto a tali soggetti ai prefati sensi dell'art. 2359 c.c. o comunque avente con i medesimi legami o rapporti tali da poter influire in concreto sull'indipendenza dalla controparte dell'operazione derivata). In relazione ai medesimi 34 contratti il consulente è stato scelto in larga maggioranza (31 casi) in forza di trattativa privata, in 17 casi senza previa indagine di mercato, in 9 casi previa indagine; tale dato va letto tenendo presente che nella maggior parte dei casi il consulente è stato scelto nella controparte bancaria o in un soggetto ad essa riconducibile e che, come emerso dalla risposta 9, la controparte bancaria è stata selezionata nella larga maggioranza dei casi in virtù di trattativa privata.

Questionario – Risposta 16

Questionario – Risposta 17

Questionario – Risposta 18

In proposito va evidenziato come sia ravvisabile una contraddizione in termini tra il rilascio della dichiarazione di operatore qualificato a una controparte bancaria, quale presupposto per consentire a quella controparte di applicare nei riguardi del cliente un regime informativo e di salvaguardia di minor tutela, sull'ulteriore presupposto che egli disponga di professionalità tali da poter competere "ad armi pari" con la banca, da un lato, e l'avvalimento da parte del cliente dei servizi offerti dalla medesima controparte bancaria per poter acquisire quella professionalità necessaria per competere con la banca medesima, dall'altro lato. In altri termini, appare contraddittorio potersi ritenere in grado di competere sullo stesso piano di una banca, con la conseguente rinuncia alle protezioni normative, quando per raggiungere quel piano ci si va a servire proprio di quella stessa banca dalla quale semmai ci si dovrebbe eventualmente tutelare.

E', infatti, innegabile che, rivolgendosi a una banca o a un soggetto professionale alla stessa riconducibile, l'ente si avvale indubbiamente di un operatore qualificato, ma altresì innegabile che, rivolgendosi alla stessa banca che è controparte dell'operazione rispetto alla quale si richiede la consulenza, l'ente si avvale di un soggetto che versa in un ontologico conflitto di interessi, che mina pertanto l'affidabilità dell'avviso reso sotto il profilo del difetto di terzietà rispetto all'affare oggetto di valutazione, terzietà che, assieme alla competenza, costituisce un elemento fondamentale e imprescindibile per assicurare la qualità e l'attendibilità della consulenza.

In proposito occorre tenere in conto che la specularità della posizione delle due controparti dell'operazione derivata fa sì che le perdite dell'una si traducano esattamente nei guadagni dell'altra e viceversa. E' dunque evidente come sia proprio il funzionamento oggettivo dell'operazione a determinare, di per sé e ontologicamente, nella controparte bancaria che presti all'ente servizi aggiuntivi essenziali per valutare la convenienza economica dell'operazione, quali la consulenza o il monitoraggio, una situazione di conflitto di interessi, legata al fatto che la specularità delle due posizioni fa sì che un consiglio conveniente per l'ente sia inevitabilmente al tempo stesso un consiglio non conveniente per la controparte bancaria e, viceversa, un consiglio svantaggioso per l'Ente non possa non essere che un consiglio vantaggioso per la banca. In altri termini, poiché una parte guadagna esattamente nella misura in cui l'altra perde e viceversa, può ragionevolmente porsi in dubbio che, nel momento in cui una delle due parti svolge al tempo stesso il ruolo di advisor, essa lo eserciti effettivamente nell'interesse dell'ente, dal momento che, per fare realmente ciò, la banca dovrebbe agire contro il proprio interesse, consigliando all'ente strategie di gestione dell'operazione che, nella misura in cui lo facessero guadagnare, farebbero inevitabilmente e in misura corrispondente, data per l'appunto la specularità della posizione delle parti, perdere la banca stessa.

Al riguardo, pur non potendo escludersi che in singoli casi l'operatore bancario, pur versando in conflitto di interessi, decida di privilegiare l'interesse del cliente sacrificando il proprio, occorre comunque ragionare secondo una logica di verosimiglianza e di *id quod plerumque accidit* in base a criteri di ragionevole probabilità, prospettiva, nella quale appare oggettivamente inverosimile o comunque raro e poco probabile che un soggetto privilegi l'interesse altrui sacrificando il proprio.

Alla luce di ciò, non appare conforme a canoni di sana gestione finanziaria fare affidamento, ai fini del rilascio della dichiarazione di operatore qualificato e della conseguente rinuncia alla maggiore protezione giuridica garantita dal regime comportamentale previsto nei riguardi del cliente al dettaglio, sui servizi di supporto strategico e valutativo offerti dalla controparte dell'operazione cui quei servizi si riferiscono. Ciò nella misura in cui quel supporto professionale caratteristico dell'operatore qualificato, e che dovrebbe controbilanciare la minore protezione giuridica stabilita per chi dichiara di esserlo, non può ritenersi a tali fini soddisfacente ove provenga dalla controparte stessa dell'operazione cui la consulenza si riferisce e dunque proprio da quel soggetto che, pur possedendo qualifiche professionali astrattamente idonee, ha tuttavia nel caso concreto un interesse specularmente opposto a quello dell'ente, che induce a porre in ragionevole dubbio che la

consulenza resa possa essere realmente fedele ("*loyal*") all'interesse dell'Ente, dal momento che, per suggerire strategie e valutazioni vincenti per l'Ente, l'*advisor*/controparte dovrebbe al tempo stesso suggerire strategie e valutazioni perdenti per sé stesso. Ciò, tra l'altro, presupporrebbe da parte della banca una abnegazione del proprio interesse, con una sostanziale rinuncia al proprio profitto e anzi con una volontà di operare in perdita che, oltre ad apparire inverosimile, appare difficilmente conciliabile con quel carattere di "*impresa*" che, a partire dagli Anni '90, è stato espressamente riconosciuto all'attività bancaria (art. 1 d.lg. n. 385/1993) e con il fine di lucro che è connaturato all'attività imprenditoriale e alla forma giuridica societaria (art. 2247 c.c.).

Per tali ragioni, non può ritenersi rispondente a canoni di sana gestione finanziaria fare affidamento sui servizi di supporto strategico e valutativo resi da un soggetto che versi in una situazione di conflitto di interessi rispetto all'ente pubblico in ordine all'operazione cui la consulenza si riferisce, conflitto di interessi che appare sussistere in modo oggettivo, ontologico e inevitabile allorché nello stesso soggetto coesista il duplice ruolo di *advisor* e di controparte di un'operazione in cui i guadagni e perdite delle due parti abbiano una struttura speculare.

Affermazioni analoghe possono svolgersi anche con riferimento alle ipotesi in cui i supporti informativi, analitici e valutativi siano forniti da soggetti che, pur giuridicamente distinti, vertano con la banca controparte dell'ente pubblico in rapporti tali da poter essere considerati espressione del medesimo centro di interessi sotto il profilo economico. Ciò, ad esempio, si verifica qualora tra la banca e l'*advisor*, pur soggetto formalmente da essa distinto, intercorrano rapporti di controllo o collegamento (art. 2359 del codice civile) o di gruppo (art. 59, 60 d.lg. n. 385/1993, 11 d.lg. n. 58/1998) o di titolarità di partecipazioni o situazioni rilevanti (art. 19, 22, 23 d.lg. n. 385/1993, 15 d.lg. n. 58/1998). Situazioni siffatte sono invero atte a configurare l'*advisor* quale articolazione del medesimo soggetto economico facente capo all'operatore bancario (rapporti di controllo o di gruppo) o comunque legato a quest'ultimo da interessenze economiche significative (collegamento, partecipazioni rilevanti), tali da poter influire in concreto sull'indipendenza e terzietà dell'*advisor* dell'ente pubblico rispetto alla controparte bancaria e all'operazione per la quale la consulenza viene resa.

Gli esiti del Questionario evidenziano un significativo mutamento comportamentale assunto dagli enti nella fase prodromica all'estinzione anticipata dei derivati. Si è già sopra visto che nella larga maggioranza dei casi (precisamente 16 su 19, come da Risposta 26), gli enti hanno fatto ricorso, in tale fase, a consulenti non riconducibili alla controparte dell'operazione derivata, nemmeno in virtù di rapporti di controllo, collegamento, gruppo, titolarità di partecipazioni

rilevanti (art. 2359 c.c., art. 59, 60 d.lg. n. 385/1993 o 11 d.lg. n. 58/1998, art. 19, 22, 23 d.lg. n. 385/1993, art. 15 d.lg. n. 58/1998), con una netta inversione di tendenza rispetto al comportamento avuto in sede di attivazione dei contratti, in cui si è visto essere nettamente maggioritario (30 casi su 34, come da Risposta 16) il ricorso ai servizi valutativi e informativi resi dalla controparte bancaria o da soggetti a essa riconducibili.

Vale la pena ribadire in tale sede che nelle molteplici audizioni svolte nell'ambito delle istruttorie ex art. 1, commi 166 e seguenti, della legge n. 266/2005, diversi enti hanno rappresentato che il ricorso in fase di estinzione a consulenti indipendenti dalla controparte bancaria è da ricondursi alla maggiore consapevolezza assunta, in epoca successiva all'attivazione del derivato, circa i rischi e la complessità delle operazioni attivate - anche a seguito dei notevoli esborsi finanziari non di rado subiti a causa delle medesime e degli ingenti mtm negativi sovente raggiunti dalle stesse - e, conseguentemente, in ordine alla necessità di avvalersi di supporti organizzativi e professionali specialistici per l'assunzione di decisioni inerenti alla delicata fase dell'estinzione, anche in considerazione degli ingenti esborsi che la stessa può determinare nell'immediato in presenza di mtm negativi. E' stata poi rappresentata la maggiore consapevolezza raggiunta in ordine alla situazione di conflitto di interessi in cui può ontologicamente versare la banca in ordine alla prestazione di servizi di consulenza relativi a operazioni delle quali è controparte, situazione che si appalesa con particolare evidenza ove l'operazione sia oggetto di contenzioso tra le parti. Tali fattori emersi in sede di audizione sono verosimilmente alla base delle diverse risultanze comportamentali emerse dalle risposte al Questionario in merito al ricorso a consulenti nelle diverse fasi dell'attivazione e dell'estinzione dei derivati.

Questionario – Risposta 26

17. Il rilascio della delegazione di pagamento

Infine, un ulteriore aspetto oggetto di indagine ha riguardato l'eventuale rilascio da parte degli enti locali della delegazione di pagamento ai sensi dell'art. 206 del d.lg. n. 267/2000 in relazione a contratti derivati. Dalle risposte fornite al questionario è emerso che, sui 96 contratti rilevati con tale strumento nel periodo 2006-2009, per circa un terzo (30 per l'esattezza) è stata rilasciata delegazione di pagamento.

In proposito, non possono che ribadirsi le considerazioni sopra svolte, nel pertinente capitolo della Parte I, circa il fatto che tale forma particolarmente pregiata di garanzia può assistere soltanto le vere e proprie passività, ma non

anche gli strumenti finanziari derivati, non potendo costituire gli stessi, ove attivati enti territoriali, forme autonome di debito alla stregua della vigente normativa.

Questionario – Risposta 19

Considerazioni conclusive e di sintesi

L'indagine svolta per il periodo a partire dal 2006 ha posto in luce che dei quasi 600 enti locali veneti, dei quali 7 Province, oltre 60 hanno fatto ricorso a strumenti finanziari derivati per la gestione del debito, attivando circa un centinaio di contratti, la cui durata si attesta mediamente attorno ai 15 anni.

Tali contratti sono costituiti in larga prevalenza da Interest Rate Swap, sovente accompagnati da opzioni Floor, Cap o da entrambe. Non trascurabile è il ricorso a swap di piani di ammortamento o di ammortamento; è stata altresì riscontrata la vendita da parte di enti maggiori di credit default swap su titoli di debito a lungo termine dello Stato italiano.

Sono state poste in luce i maggiori profili di complessità e rischio di tali strumenti di gestione del debito rispetto alle modalità di finanziamento tradizionali. Trattasi, segnatamente, di strumenti di natura aleatoria, il cui valore e i cui effetti finanziari sono legati all'andamento di parametri di mercato che costituiscono variabili esogene, sulle quali le parti non hanno alcuna possibilità di incidere.

E' stato anche evidenziato come la struttura delle prestazioni contrattuali e, in particolare, la taratura delle medesime rispetto ai parametri di riferimento possa essere modellata in modo da accentuare o ridurre, mediante meccanismi moltiplicatori o di leva rispetto ai parametri suddetti, i rischi conseguentemente assunti a carico dell'una o dell'altra parte contrattuale, in modo da far corrispondentemente prevalere la funzione speculativa o quella di copertura. Si è in proposito posto in luce come non sempre nei derivati attivati dagli enti esaminati la funzione di copertura abbia prevalso, come invece avrebbe dovuto, su quella di speculazione, che si è tra l'altro riscontrata essere stata in modo pressoché costante orientata a favore della controparte bancaria e ai danni dell'ente locale. In tal senso sono stati riscontrati *mark to market* e differenziali periodici sensibilmente negativi pur in periodi di corso dei tassi ampiamente favorevole all'ente locale, dovendo imputarsi gli effetti finanziari negativi del derivato non tanto all'andamento dei parametri di mercato, quanto piuttosto alla sua struttura speculativa ai danni dell'ente, estrinsecata in una accentuazione degli effetti finanziari per esso negativi dello sfavorevole corso dei tassi di mercato e in un contenimento degli effetti finanziari per esso positivi del favorevole corso dei tassi, realizzato mediante meccanismi moltiplicatori delle prestazioni contrattuali rispetto ai rischi ai quali il contratto espone l'ente pubblico.

In relazione alla complessità e rischiosità degli strumenti utilizzati, la cui sana e prudente gestione non può prescindere dalla disponibilità da parte dell'utilizzatore di supporti organizzativi, conoscitivi e valutativi specialistici, è stato rilevato il ricorso a servizi di consulenza esterna, peraltro in larga parte resi dalla

medesima controparte bancaria o da soggetti riconducibili alla sua sfera di interessi economici. E' stata posta in luce la pericolosità di prassi siffatte, sotto il profilo dell'ontologico conflitto di interessi in cui versa l'*advisor* che sia anche controparte dell'operazione e che può concretamente pregiudicare la fedeltà dell'avviso reso all'ente pubblico. Il ricorso ai servizi informativi e valutativi resi dalla controparte dell'operazione è stato largamente diffuso in fase di attivazione dei contratti, ma è sensibilmente diminuito nella fase di estinzione anticipata dei medesimi, in relazione alla maggiore consapevolezza acquisita dagli enti, sovente a seguito degli ingenti esborsi subiti durante la vita del derivato, in ordine alla complessità e rischiosità degli strumenti in questione e alla contrapposizione di interessi rispetto alla controparte bancaria, consapevolezza che ha reso ben più ampio il ricorso a consulenti esterni specializzati non riconducibili alla controparte dell'operazione oggetto di valutazione.

E' stato poi stigmatizzato il rilascio della dichiarazione di operatore qualificato ai sensi del Regolamento CONSOB n. 11522/1998, cui consegue l'assoggettamento dell'ente pubblico a un regime giuridico meno protettivo sotto il profilo della trasparenza e dell'adeguatezza dei servizi finanziari resi, sia quando effettuato in assenza di adeguati supporti organizzativi e professionali e sia quando effettuato facendo affidamento sui servizi valutativi resi da soggetto in conflitto di interessi, quale la controparte dell'operazione o terzi in altro modo sottoposti alla sua sfera di influenza.

E' stato altresì censurato il mancato esperimento di procedure di gara, anch'esso ampiamente diffuso, per la selezione del contraente, sia sotto il profilo della non conformità alle disposizioni comunitarie e pubblicistiche in materia di evidenza pubblica, sia sotto quello della non rispondenza ai canoni di sana gestione finanziaria della privazione del confronto tra le molteplici condizioni di offerta disponibili sul mercato, presidio fondamentale per una oculata gestione delle risorse finanziarie pubbliche, che assume valenza ancor più cruciale a fronte di strumenti il cui valore e la cui portata sono di difficile valutazione, quali sono gli strumenti di finanza derivata.

Sono state anche messe in evidenza le caratteristiche di illiquidità degli strumenti in questione, strutturati sulle caratteristiche del cliente (*tailor made*) e non stabilmente negoziati su mercati, alle quali consegue che, ove i medesimi si appalesino non più rispondenti alle esigenze finanziarie dell'ente, l'unica alternativa perseguibile rispetto a quella di mantenere in essere un contratto non più adeguato sino alla sua naturale scadenza è quella di procedere alla sua estinzione anticipata, la quale comporta la corresponsione immediata alla controparte del *mark to market* che l'operazione ha in quel momento. A tale aspetto sono da ricondursi

problematiche e rischi peculiari, quali segnatamente quello dell'elevato esborso che l'*unwinding* può comportare in costanza di un andamento sfavorevole dei parametri di riferimento, nonché quello della stima del valore equo al quale deve avvenire l'estinzione. A tale ultimo proposito, si è evidenziato come i contratti normativi che disciplinano le condizioni contrattuali del rapporto di finanza derivata di regola non individuino criteri puntuali in base ai quali stimare il *mark to market*, rinviando alle prassi di mercato, con tutte le criticità che ne conseguono in termini di trasparenza e predeterminazione delle modalità di liquidazione del prezzo di estinzione e di pregiudizio della concreta possibilità dell'ente pubblico di censurare, anche in un'eventuale sede contenziosa, le valutazioni svolte dalla banca.

Quanto agli effetti sulla struttura del tasso di interesse sulla esposizione debitoria, la larga maggioranza dei contratti esaminati ha determinato il passaggio da una struttura di tasso fisso a una struttura di tasso variabile ovvero, pur modificando le condizioni di tasso, ne ha confermato la struttura variabile. Ciò è avvenuto pur in presenza di *trend* rialzisti dei tassi, che si sono avuti sino alla prima parte del 2008 e alla luce dei quali sono stati avanzati dubbi circa l'adeguatezza dei contratti in questione alle esigenze finanziarie dell'ente e alla finalità di contenimento del rischio.

Sono state, poi, rilevate ristrutturazioni finanziarie complesse poste in essere dagli enti maggiori. Esse hanno visto la combinazione del ricorso a emissioni obbligazionarie, talora su mercati esteri, accompagnate dall'utilizzo di swap e fondi di ammortamento, del resto prescritti dalla normativa di settore. E' stata altresì riscontrata la vendita di credit default swap da parte di alcuni enti maggiori, operazioni delle quali sono stati posti in luce i molteplici ed elevati profili di rischio, oltre che avanzati dubbi in ordine alla relativa legittimità con particolare riferimento al rispetto della regola della tipicità dei derivati attivati da enti locali e della funzione di contenimento del rischio. In relazione all'adesione ad accordi-quadro previsti, talora in lingua non italiana, per regolare i rapporti tra operatori istituzionali e all'assoggettamento a ordinamenti o giurisdizioni straniere o a sistemi arbitrali sono stati posti in luce gli elevati rischi legali, oltre che alla complessità e onerosità della relativa individuazione e gestione. A fronte di ristrutturazioni finanziarie molto articolate, realizzate in virtù della combinazione di una molteplicità di operazioni, alcune poste in essere al di fuori dei confini e della giurisdizione nazionale (es. emissioni di titoli di debito su mercati esteri, costituzione di depositi detenuti da banche straniere), sono state evidenziate la difficoltà di comprendere e valutare in modo adeguato il funzionamento, gli effetti e i rischi delle operazioni, l'interazione tra le loro molteplici componenti e i relativi risultati finali, i costi

effettivamente corrisposti per i servizi resi dagli intermediari coinvolti, non sempre integralmente dichiarati, il valore equo delle posizioni acquisite e vendute.

E' stato infine rilevato come l'imputazione contabile dei flussi finanziari in entrata e in uscita generati dai derivati non sempre sia avvenuta in conformità dei principi contabili che vorrebbero gli oneri ascritti al Titolo I della Spesa, quali spese correnti, e gli introiti ascritti al Titolo IV ovvero, per i flussi differenziali periodici, anche al Titolo III ma con imputazione ad un fondo volto a coprire i rischi e oneri aggiuntivi e peculiari assunti in virtù di tali forme maggiormente sofisticate di gestione del debito. La destinazione dei flussi in entrata non sempre è apparsa conforme alla *golden rule* del ricorso all'indebitamento per il solo finanziamento di spese di investimento, lasciando trasparire la concreta finalità di reperimento di liquidità nell'immediato, con traslazione in avanti nel tempo degli oneri a servizio del debito, che ha non di rado caratterizzato il ricorso agli strumenti finanziari derivati.

APPENDICE
TABELLE E GRAFICI