

## **L'esperienza dei contratti derivati nelle pubbliche amministrazioni tra evoluzione normativa e prassi operativa**

di Renato Loiero

Sommario: 1. Premessa. 2. Il panorama normativo. 3. Le criticità rilevate nell'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata nelle P.A.. 4. Alcuni spunti problematici di natura tecnica. 5. Gli aspetti critici nella gestione del fenomeno dei derivati. 6. Considerazioni conclusive e prospettive.

### **1. Premessa**

Nelle ultime tre legislature, il Parlamento nazionale ha disciplinato in modo sempre più stringente l'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte delle PP.AA.<sup>1</sup>.

Si è trattato di un manifesto mutamento di indirizzo politico rispetto ad un periodo precedente che aveva visto ripetute aperture nei confronti delle possibilità di agire sul mercato finanziario da parte degli enti pubblici, territoriali e non. A partire dalla prima metà degli anni '90, infatti, la normativa in materia aveva inteso individuare, con successivi interventi, in particolare l'operatività degli enti territoriali in tema di forme di indebitamento ovvero, in senso più ampio, nel settore dei prodotti finanziari.

La ragione di questi ripetuti interventi normativi tesi a regolamentare la materia dei contratti in derivati è di tutta evidenza: tali strumenti finanziari sono spesso caratterizzati da estrema complessità e talvolta da scarsa trasparenza; risulta pertanto particolarmente difficoltosa la loro valutazione. La corretta valutazione e il *pricing* di questi strumenti richiede pertanto sofisticate competenze matematiche e finanziarie, tipicamente presenti solo fra il personale degli stessi intermediari finanziari. Va da sé che più lo strumento presenta clausole aggiuntive, più risulta difficile per l'ente valutare la correttezza del *pricing*. La normativa in questo senso ha cercato, con alterna fortuna, di ricondurre pertanto la materia sui binari della chiarezza e della correttezza, sulla completezza dell'informazione circa i rischi connessi e la tutela nei confronti dei soggetti più deboli e sprovvisti di un'adeguata cultura finanziaria.

La rilevanza del tema in questione è testimoniata anche dall'attenzione prestata dal Parlamento che ha dedicato numerose procedure informative al tema, il che dimostra, oltre la particolare complessità dei temi trattati, l'esistenza di differenti e non di rado contrastanti punti di osservazione e quindi di spiegazione, fattori che possono essere stati alla base della talvolta scarsa o mancata comprensione del fenomeno da parte dei diversi attori coinvolti (enti sottoscrittori, Legislatore, organi di controllo).

Questo lavoro intende pertanto esaminare il fenomeno affiancando alla più tradizionale analisi della disciplina, sia di quella primaria che della prassi applicativa, una descrizione delle

---

\* **Consigliere parlamentare - Le considerazioni svolte impegnano solo l'Autore.**

<sup>1</sup> I contratti derivati possono essere definiti strumenti finanziari finalizzati alla gestione dell'esposizione ai rischi di mercato o di credito che una banca o un'impresa o un ente pubblico assumono nell'ambito della propria operatività. In allegato alla presente si offre un quadro quantitativo dell'esposizione in tali prodotti sulla base dei dati forniti dal Ministero dell'economia alla stampa. La nozione normativa di "strumenti finanziari derivati" si ricava invece dal combinato disposto dei commi 2 e 3 dell'articolo 1 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

modalità operative praticate dagli operatori finanziari e dagli enti pubblici, perlopiù comuni, che sono stati controparti dei contratti in parola.

Per tale ultimo profilo di analisi ci si è dovuti pertanto avvalere dei preziosi approfondimenti operati "sul campo" dai consulenti finanziari indipendenti e di apposite inchieste da loro effettuate, analisi che è stata effettuata su enti di tutte le dimensioni mentre sul piano oggettivo l'analisi si è appuntata su tutte le tipologie di strumenti utilizzati<sup>2</sup>. Giova sul punto sottolineare che tali tipologie spesso sono da non confondersi con i nomi commerciali dei prodotti, spesso del tutto fantasiosi attribuiti dai diversi intermediari<sup>3</sup> che non rappresentano pertanto uno specifico strumento, ma piuttosto un prodotto finanziario collocato serialmente<sup>4</sup>.

Le attività di studio ed analisi o le relative conclusioni sono state non di rado oggetto di pubblicazione e confronto attraverso i canali tradizionali della divulgazione scientifica quali convegni e seminari, oltre che in alcune inchieste dedicate<sup>5</sup>.

Per tali ultimi aspetti la base di studio poggia su dati fattuali e documentali di tutte le parti coinvolte: in particolare la contrattualistica e modulistica degli intermediari<sup>6</sup>, le determine dirigenziali ed altri atti dispositivi degli enti, *memorandum* di offerta o di analisi delle operazioni, proposte commerciali, contratti di *advisory* stipulati tra le parti negoziali, analisi quali-quantitative finanziarie disposte anche dagli enti stessi che hanno attivato procedure di monitoraggio e *diligence* economico-finanziaria.

## 2. Il panorama normativo

Il progressivo riconoscimento in capo agli enti locali di una maggiore autonomia finanziaria, iniziato già nel 1994 con l'eliminazione del regime di monopolio della Cassa Depositi e Prestiti nell'erogazione del credito<sup>7</sup> e continuato con la riforma costituzionale del 2001<sup>8</sup>, ha comportato la necessità per questi enti di reperire nuove risorse esterne per il finanziamento delle proprie spese di investimento.

---

<sup>2</sup> In particolare, a questo scritto hanno contribuito il dott. Nicola Benini, che ha curato in particolare i paragrafi 3, 4 e 5, l'Avv. Pierluigi Fadel e il dottor Matteo Carradori, *partners* di Assofinance, Associazione italiana dei consulenti finanziari indipendenti, ai quali va il mio ringraziamento.

<sup>3</sup> Pertanto, accanto ai più conosciuti IRS nella forma "*plain vanilla*" ed "*IRS collar*" sono stati individuati anche i "*Flip Flop Irs Amortizing*", i "*Purple Collar*" anche in versione "*plus*", ed "*IRS In & Out*" assai più diffusi in centro e sud Italia, i "*Convertible swap*" più concentrati al nord, ancora gli "*IRS collar digital*" o i "*Cap Plus*" ecc.

<sup>4</sup> Da notare che il collocamento di certi prodotti, spesso identici, avveniva spesso tra piccoli comuni limitrofi.

<sup>5</sup> In questa sede, ci si esime dall'espore i modelli statistico-matematici che sottostanno alla valutazione quantitativa degli IRS, SWAP, CAP e CDS, che consentono di valutare la dinamica dei tassi di interesse. In proposito si fa rinvio a Hull, J. C. (2002). *Options, Futures and Other Derivatives*. Prentice Hall, Upper Saddle River -NJ, 5th edition, Hull, J. C. and White, A. (1990). *Pricing interest-rate-derivative securities*. *Review of Financial Studies*, 3(4):573-592, Jamshidian, A. (1989). *An exact bond option pricing formula*. *Journal of Finance*, 44(1):205-209.

<sup>6</sup> "Accordi quadro" sia di diritto italiano o secondo gli standards I.S.D.A., conferme d'ordine, "*term sheets*" esplicativi delle operazioni, certificazioni ex art. 31 del Reg. Intermediari CONSOB.

<sup>7</sup> Legge 23 dicembre 1994, n. 724, così come attuata con il D.M. 5 luglio 1996, n. 420.

<sup>8</sup> Legge costituzionale 18 ottobre 2001, n. 3.

In questo contesto, gli enti territoriali sono stati indotti a ritagliarsi percorsi alternativi di sostenibilità finanziaria, rivolgendosi a nuovi canali di finanziamento per controbilanciare la progressiva riduzione dei trasferimenti dal bilancio dello Stato<sup>9</sup>.

In un tal panorama, caratterizzato dal sempre maggior utilizzo di strumenti di raccolta del denaro, si è assistito ad un progressivo sviluppo, in una logica di gestione attiva del debito, dell'utilizzazione di strumenti di finanza c.d. innovativa, quali appunto i contratti derivati.

In materia di ricorso all'indebitamento da parte degli enti locali, tuttavia, questi si sono dovuti confrontare con l'art. 202 del TUEL (D. Lgs. n. 267 del 2000), che fissa il principio generale in base al quale l'indebitamento di tali enti può essere destinato a finanziare solo spese in conto capitale e non spese correnti (anche se consente il ricorso a mutui passivi anche per il finanziamento di debiti fuori bilancio e per altre destinazioni di legge).

L'emissione di titoli obbligazionari da parte degli enti territoriali, in particolare delle regioni è stata in origine disciplinata dall'articolo 35 della legge 23 dicembre 1994, n. 724 (collegato alla legge finanziaria per il 1995) e dal regolamento emanato con decreto del Ministro del tesoro 5 luglio 1996, n. 420. Tale disciplina consente a regioni, province, comuni e unioni di comuni, città metropolitane, comunità montane e consorzi tra enti locali territoriali di deliberare l'emissione di prestiti obbligazionari destinati in via esclusiva al finanziamento degli investimenti<sup>10</sup> con il divieto di finanziare spese di parte corrente.

Per quanto riguarda le regioni, la legge n. 724 del 1994 rinvia alla disciplina contenuta nell'articolo 10 della legge 16 maggio 1970, n. 281, in base alla quale la facoltà di emettere titoli obbligazionari deve essere esercitata mediante apposita legge regionale di autorizzazione entro precisi limiti quantitativi e contabili<sup>11</sup>.

Il comma 1 dell'articolo 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448 (legge finanziaria per il 2002) - al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di consentire la vigilanza sugli andamenti della finanza pubblica - ha conferito al Ministero dell'economia e delle finanze una funzione generale di coordinamento, con riferimento all'accesso al mercato dei capitali da parte di regioni, enti locali e consorzi tra enti territoriali<sup>12</sup>.

<sup>9</sup> Cfr. Audizione dei rappresentanti della Corte dei conti del 3 marzo 2005 in merito alla "Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati" condotta dalla VI Commissione finanze della Camera dei deputati, p. 25.

<sup>10</sup> Le obbligazioni possono essere emesse esclusivamente a fronte di un preciso investimento chiaramente individuato e il ricavo netto dell'emissione deve essere pari alla somma prevista nel quadro economico del progetto o delle acquisizioni che si intendono effettuare.

<sup>11</sup> Il regolamento del Ministro del tesoro n. 420 del 1996, oltre a determinare le caratteristiche dei titoli obbligazionari e i criteri e le procedure che gli enti emittenti sono tenuti ad osservare per la raccolta del risparmio<sup>11</sup>, definisce altresì l'ammontare delle commissioni di collocamento da corrispondere agli intermediari autorizzati e i criteri di quotazione sul mercato secondario. Relativamente alle emissioni in valuta, l'articolo 2 del medesimo regolamento emanato con il decreto del Ministro del tesoro 5 luglio 1996, n. 420, prescrive la copertura del rischio di cambio mediante una corrispondente operazione di swap che trasformi, per l'emittente, l'obbligazione in valuta estera in un'obbligazione in valuta nazionale, senza introdurre elementi di rischio. L'operazione dovrà essere effettuata da intermediari di provata affidabilità ed esperienza nel settore, con riferimento anche alla valutazione loro assegnata dalle maggiori agenzie di rating.

<sup>12</sup> A tal fine, i predetti enti sono tenuti a comunicare periodicamente allo stesso Ministero i dati relativi alla propria situazione finanziaria. La definizione del contenuto e delle modalità del coordinamento, nonché dell'invio dei dati sono demandate ad un decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, recante, altresì, le norme relative all'ammortamento del debito e all'utilizzo degli strumenti derivati da parte dei succitati enti. A questo adempimento si è provveduto con il decreto dei Ministri dell'economia e delle finanze e dell'interno 1° dicembre 2003, n. 389.

I commi 2 e 3 hanno modificato la disciplina dell'emissione di titoli obbligazionari e della contrazione di mutui da parte degli enti territoriali, al fine di rimuovere alcuni vincoli che sembravano aver condizionato l'utilizzazione di tali strumenti di finanziamento.

In particolare, il comma 2 – diversamente da quanto indicato dalla legislazione previgente, informata ad un sistema di ammortamento con rimborso graduale di quote di capitale e interessi – ha previsto la possibilità di emettere titoli obbligazionari e di contrarre mutui con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza (c.d. struttura *bullet*).

In questo caso, l'ente territoriale, al momento dell'emissione o dell'accensione, dovrà costituire un fondo di ammortamento del debito (*sinking fund*) reinvestibile, ovvero concludere operazioni di *swap* per l'ammortamento del debito (*amortizing swap*), in base alle quali l'ente s'impegna a pagare rate di ammortamento e la controparte a corrispondere rate d'interesse più il capitale alla scadenza.

Proprio tale disposizione contiene l'espresso riferimento a strumenti finanziari derivati, il cui impiego viene così ad essere previsto nella finanza degli enti territoriali.

Il comma 3 ha abrogato il primo periodo del comma 6 dell'articolo 35 della legge 23 dicembre 1994, n. 724, nonché l'articolo 3 del regolamento emanato con decreto del Ministro del tesoro 5 luglio 1996, n. 420 con la conseguente eliminazione dell'obbligo di emissione alla pari, prima vigente per i titoli obbligazionari degli enti territoriali, riconoscendosi agli enti stessi la facoltà di emettere prestiti caratterizzati da uno scarto di emissione, e l'obbligo di trasmettere al Ministero del tesoro-Direzione generale del tesoro (ora Ministero dell'economia e delle finanze) e, per conoscenza, al Ministero dell'interno, un'apposita comunicazione, che era condizione necessaria per il collocamento del prestito.

Per quanto riguarda poi gli strumenti di gestione del debito pubblico utilizzabili dagli enti locali nella propria attività di gestione finanziaria, la legge finanziaria per il 2002 ha previsto la possibilità per tali enti di emettere titoli obbligazionari con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza (c.d. *bullet*), previa costituzione, al momento dell'emissione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di *swap* per l'ammortamento del debito. Veniva prevista, inoltre, la facoltà di provvedere alla conversione dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996, anche mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegoziazioni dei mutui, in presenza di condizioni di rifinanziamento purché consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi.

Veniva istituito, peraltro, un sistema di vigilanza ispettiva e regolamentare riservato al Ministero dell'economia e della finanza al Ministro dell'interno<sup>13</sup>.

E' evidente a tal proposito la *ratio* del legislatore volta ad evitare che l'attività di gestione attiva del debito da parte dell'ente pubblico territoriale venga distortamente finalizzata a far fronte ad esigenze di spesa corrente traslando nel medio lungo periodo gli oneri del proprio indebitamento.

---

<sup>13</sup> Cfr. Art. 41, comma 1, legge 28 dicembre 2001, n. 448, laddove si stabilisce che "al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di monitorare gli andamenti di finanza pubblica, il Ministero dell'economia e delle finanze coordina l'accesso al mercato dei capitali delle province, dei comuni, delle unioni di comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, di cui all'articolo 2 del testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali, di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni. A tal fine i predetti enti comunicano periodicamente allo stesso Ministero i dati relativi alla propria situazione finanziaria. Il contenuto e le modalità del coordinamento nonché dell'invio dei dati sono stabiliti con decreto del Ministero dell'economia e delle finanze da emanare di concerto con il Ministro dell'interno, sentita la Conferenza unificata di cui all'articolo 8 del decreto legislativo 28 agosto 1997, n. 281, entro trenta giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge. Con lo stesso decreto sono approvate le norme relative all'ammortamento del debito e all'utilizzo degli strumenti derivati da parte dei succitati enti".

Con il D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, attuativo dell'art. 41, comma 1, della legge n. 488 del 2001 (finanziaria per il 2002)<sup>14</sup>, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha dettato i principi fondamentali regolanti l'accesso al mercato dei capitali da parte degli enti locali.

In particolare, sono stati da un lato delineati gli elementi propri della struttura di ammortamento (fondo di ammortamento del debito ovvero *swap* per l'ammortamento del debito) imposti in presenza di un'operazione di emissione obbligazionaria realizzata nella forma *bullet*, con obbligo di rimborso del capitale in un'unica soluzione a scadenza<sup>15</sup>; dall'altro, in via del tutto innovativa, sono state previste importate novità con riferimento all'utilizzo di strumenti finanziari derivati<sup>16</sup>.

Per quanto attiene al primo punto, come si avrà meglio modo di spiegare in seguito, è stato espressamente previsto come i contratti relativi alla gestione di un fondo per l'ammortamento del capitale da rimborsare (c.d. *sinking fund*) o, alternativamente, per la conclusione di uno *swap* per l'ammortamento del debito (c.d. *amortizing swap*), possano essere conclusi soltanto con intermediari contraddistinti da un adeguato merito creditizio, così come certificato da note agenzie di *rating* riconosciute a livello internazionale. Con particolare riferimento al fondo di ammortamento, è stato previsto che le somme accantonate possano essere investite esclusivamente in titoli obbligazionari di enti e amministrazioni pubbliche nonché di società a partecipazione pubblica di Stati appartenenti all'Unione Europea.

Per quanto concerne invece l'operatività degli enti territoriali in strumenti derivati, il decreto ministeriale ha previsto, in caso di operazioni di indebitamento effettuate in valute diverse dall'Euro, l'obbligo per gli enti esposti a tale rischio di cambio di stipula di contratti di "swap di tassi di cambio", finalizzati alla copertura di detto rischio.

Il decreto, inoltre, ha concesso la possibilità per gli enti territoriali di sottoscrivere contratti di *interest swap*, *forward rate agreement*, *interest rate cap* e di *interest rate collar*; di concludere altre operazioni derivate contenenti combinazioni delle fattispecie negoziali precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo predefinito; nonché altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito<sup>17</sup>.

<sup>14</sup> D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, recante il "Regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni", emesso dal Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro dell'interno, ai sensi dell'art. 41, comma 1, della l. 28 dicembre 2001, n. 448.

<sup>15</sup> Cfr. art. 41, comma 2, legge 28 dicembre 2001, laddove, come detto, si stabilisce che gli enti "possono emettere titoli obbligazionari con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito".

<sup>16</sup> Invero, l'utilizzo di contratti derivati da parte di enti locali è stato per la prima volta disciplinato dall'art. 2 del decreto del Ministro del tesoro del 5 luglio 1996, n. 420. Tale norma prevedeva che, nell'ipotesi in cui fossero emessi da enti locali prestiti obbligazionari in valuta e su mercati esteri, questi avrebbero dovuto stipulare, per la copertura del rischio di cambio derivante dalla sottostante operazione di indebitamento in valuta, un contratto *swap* a copertura del rischio di cambio.

<sup>17</sup> Cfr. art. 3, comma 2, D.M. n. 389 del 2003, laddove si stabilisce che "in aggiunta alle operazioni di cui al comma 1 del presente articolo e all'articolo 2 del presente decreto, sono inoltre consentite le seguenti operazioni derivate: a) «swap di tasso di interesse» tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi, collegati ai principali parametri del mercato finanziario, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti; b) acquisto di «forward rate agreement» in cui due parti concordano il tasso di interesse che l'acquirente del forward si impegna a pagare su un capitale stabilito ad una determinata data futura; c) acquisto di «cap» di tasso di interesse in cui l'acquirente viene garantito da aumenti del tasso di interesse da corrispondere oltre il livello stabilito; d) acquisto di «collar» di tasso di interesse in cui all'acquirente viene garantito un livello di tasso di interesse da

Con la circolare esplicativa del 24 maggio 2004 (G.U. del 3 giugno 2004, n. 128), il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha tentato di chiarire alcuni aspetti interpretativi necessari per una corretta applicazione delle norme contenute nel succitato regolamento.

In particolare, con riferimento all'investimento delle somme accantonate nel fondo di ammortamento (*sinking fund*), è stata sottolineata l'importanza del *rating* nella selezione dei soggetti emittenti i titoli utilizzati per la costituzione del fondo e sono stati fissati, in una logica di riduzione del rischio di credito<sup>18</sup>, dei precisi limiti in merito alle tipologie di obbligazioni utilizzabili. Viene fatto obbligo, peraltro, di vincolare la scadenza degli investimenti alla durata del fondo di ammortamento.

Viene sottolineata la necessità che gli enti territoriali, nella fase precontrattuale di strutturazione di un'emissione obbligazionaria, considerino il costo complessivo della stessa, comparando vantaggi e svantaggi, non solo meramente economici, che una struttura con rimborso unico a scadenza del capitale comporta rispetto ad una in ammortamento, c.d. *amortizing*.

Per quanto riguarda le operazioni in strumenti derivati previste dall'art. 3, comma 2, alle lett. *a-d* del D.M., la Circolare precisa come le operazioni derivate siano ammesse esclusivamente nella forma "*plain vanilla*", escludendo dunque qualsiasi forma di opzionalità, ed altresì vietando la conclusione di strumenti derivati che sfruttino l'effetto leva o comunque moltiplicatori di parametri finanziari.

Per quanto riguarda le "altre operazioni derivate" previste dal precedente regolamento, viene sancita la necessità che le stesse siano in ogni caso riconducibili a combinazioni delle strutture base indicate, escludendo in tal modo il perseguimento di qualsivoglia finalità speculativa.<sup>19</sup>

Con riferimento particolare alle ipotesi di ristrutturazione del debito, si precisa come sia concessa la possibilità di rinegoziare gli strumenti derivati originariamente sottoscritti in funzione delle caratteristiche proprie della nuova struttura di finanziamento<sup>20</sup>.

---

*corrispondere, oscillante all'interno di un minimo e un massimo prestabiliti; e) altre operazioni derivate contenenti combinazioni di operazioni di cui ai punti precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo predefinito; f) altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito, solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività. Dette operazioni sono consentite ove i flussi con esse ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore a 1% del nozionale della sottostante passività".*

<sup>18</sup> Cfr. art. 2, Circolare 24 maggio 2004, cit., secondo cui "per quanto concerne invece l'investimento delle somme accantonate nel fondo o nello swap di ammortamento, la gamma degli strumenti ammessi a tal fine è circoscritta ai titoli obbligazionari, emessi esclusivamente dagli emittenti indicati al comma 2 dello stesso decreto n. 389 del 1° dicembre 2003, che non dovranno essere ulteriormente strutturati mediante operazioni derivate che rendano il profilo di esposizione creditizia difforme da quello consentito. In considerazione del fatto che il rischio sul portafoglio dei titoli conferiti al fondo di ammortamento rimane comunque a totale carico dell'ente, si sottolinea che la selezione degli emittenti dei suddetti titoli deve essere conforme allo spirito di riduzione del rischio creditizio. Si raccomanda, inoltre, la massima trasparenza, nei contratti, sui criteri con i quali i titoli conferiti al fondo di ammortamento sono selezionati ed eventualmente sostituiti, attribuendo la massima attenzione al rating".

<sup>19</sup> Sul punto, la Sezione regionale di controllo per il Molise della Corte dei conti nella deliberazione n. 26/2008 afferma che tutti gli enti territoriali non possono stipulare derivati con finalità prevalentemente o esclusivamente speculativa.

<sup>20</sup> In particolare la Circolare prevede che "nel caso in cui si verifichi una variazione della passività sottostante ad un derivato, ad esempio perché è stata rinegoziata o convertita oppure perché ha raggiunto un ammontare inferiore a quanto inizialmente previsto, la posizione nello strumento derivato può essere riadattata sulla base di condizioni che non

La circolare, infine, reca una raccomandazione affinché gli enti, nella loro attività in derivati, facciano riferimento alle norme del Regolamento Consob n. 11522/98 e all'allegato documento "sui rischi degli investimenti in strumenti derivati". In particolare, gli intermediari devono chiedere all'investitore notizie in merito alla propria esperienza nel settore, alla propria situazione finanziaria ed agli obiettivi di investimento e consegnare il documento sui rischi.

Sul punto, il "novellato" art. 119 Cost., riconoscendo costituzionalmente l'autonomia finanziaria degli enti pubblici territoriali, ha stabilito che tali enti possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento<sup>21</sup>, imprimendo, in tal modo, un vincolo di destinazione tale per cui un investimento dev'essere finanziato esclusivamente con risorse proprie (salvo, ed in via eccezionale, il ricorso all'assunzione di nuovi prestiti).

Al fine di dare interpretazione ed attuazione a tale dettato costituzionale, il Legislatore, con la legge finanziaria per il 2004, ha definito le regole per il ricorso all'indebitamento da parte delle regioni e degli enti locali, individuando specificamente le operazioni riconducibili al concetto di indebitamento<sup>22</sup>.

Questi principi sono stati poi ribaditi ed enfatizzati dalla Legge finanziaria per il 2007 (legge n. 296 del 2006) il cui art. 1, comma 736, ha precisato che:

1. obiettivo dell'attività in strumenti derivati deve essere quello di conferire maggiore solidità al bilancio degli enti mediante il contenimento del costo finale;
2. deve sussistere una corrispondenza tra il nominale della passività e quello della posizione in strumenti derivati che la copre;
3. occorre contenere i rischi di credito assunti anche mediante la verifica da parte dell'ente del merito di credito delle controparti con cui si concludono operazioni in strumenti derivati.

Inoltre, il successivo comma 737 ha stabilito che non solo i singoli contratti ma tutta la documentazione contrattuale finale deve essere trasmessa al MEF prima della sottoscrizione rappresentando la stessa elemento di efficacia dei contratti. Diviene obbligatoria e non più facoltativa la comunicazione del MEF alla Corte dei conti delle operazioni poste in essere in violazione della normativa vigente.

Le circolari del Ministero dell'economia e delle finanze del 31 gennaio 2007 e del 22 giugno 2007 procedono a chiarire le disposizioni della legge finanziaria 2007 suesposte. Tra l'altro, viene stabilita la non applicabilità della delegazione di pagamento ai derivati posti in essere dai Comuni, dalle Province e dalle Regioni.

Sulla scorta delle preoccupazioni sorte sul finire del 2007 a seguito di alcuni noti fatti di cronaca, la finanziaria per il 2008 (articolo 1, commi 381-384, della legge n. 244 del 2007) ha teso alla creazione di un sistema di controllo a monte della procedura di accesso degli enti al mercato finanziario intesa a limitare la eccessiva creatività dell'ingegneria finanziaria. In particolare, il comma 381 sancisce la trasparenza dei contratti su strumenti finanziari derivati. L'intento è quello di indirizzare alla predisposizione di contratti con un ridotto contenuto di opzioni e l'esplicitazione delle commissioni di collocamento e intermediazione. Il comma 382 pone un limite stabilendo che le regioni e gli enti locali possono sottoscrivere contratti su strumenti derivati "solo secondo i modelli predisposti dal MEF". Il comma 383 introduce due nuovi obblighi, il primo vincola l'ente a

---

determinino una perdita per l'ente; solo nel caso in cui l'ente ritenga di dover chiudere la posizione nello strumento derivato è ammissibile la conclusione di un derivato uguale e di segno contrario con un'altra controparte".

<sup>21</sup> Cfr. art. 119 Cost., comma 1, dove si afferma che "I Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni hanno autonomia finanziaria di entrata e di spesa".

<sup>22</sup> Cfr. art. 3, commi 16-21, legge 24 dicembre 2003, n. 350.

sottoscrivere un'attestazione in cui dichiara di aver compreso il contenuto del contratto e il connesso profilo di rischio. In questo caso, il tentativo del Legislatore è finalizzato a creare la piena consapevolezza<sup>23</sup> del contenuto dei contratti e deriva dalla eccessiva facilità con la quale talvolta gli enti locali hanno negli anni scorsi sottoscritto dichiarazioni<sup>24</sup> nelle quali si attestava di essere operatori qualificati per i quali non necessitavano informazioni e cautele particolari in relazione all'utilizzo di strumenti finanziari. L'altro obbligo comporta la necessità di evidenziare in una nota allegata gli oneri e gli impegni finanziari derivanti dal contratto. Il comma 384 stabilisce che le nuove prescrizioni richieste ai precedenti commi 382 e 383 rappresentano elementi costitutivi dell'efficacia dei contratti in strumenti finanziari derivati sottoscritti da regioni ed enti locali. Tale disposizione dovrebbe così impedire che l'intermediario finanziario predisponga contratti squilibrati nell'assunzione del rischio e nel valore economico. Tali ultime disposizioni non hanno poi ricevuto il supporto del previsto decreto attuativo da parte del Ministero dell'economia e delle finanze<sup>25</sup>. In tale stato di incertezza applicativa si è pertanto segnalato l'orientamento della Corte dei conti del Molise<sup>26</sup>, che ha imposto agli enti locali di astenersi da nuovi contratti fino alla adozione del relativo decreto attuativo.

### **La disciplina "MiFID"**

Nello stesso periodo, con il d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164<sup>27</sup>, è stata data attuazione nell'ordinamento nazionale alla direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004, la c.d. direttiva MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*), una normativa che ha rappresentato un rilevante avanzamento verso la costruzione di un mercato azionario europeo integrato per tutte le imprese di investimento del continente. Nell'ambito dei derivati delle PP.AA., il decreto 164 citato ha previsto alcune rilevanti disposizioni in tema di classificazione della clientela sulla base delle norme della direttiva che prevedono tre tipologie di clientela, con differenti gradi di protezione: clienti al dettaglio (retail), protetti da tutte le regole di comportamento previste dalla direttiva<sup>28</sup>; clienti professionali, che beneficiano di standard di protezione comunque elevati, ma attenuati principalmente per quanto riguarda i flussi informativi dall'impresa e alcune presunzioni circa la loro esperienza finanziaria; controparti qualificate, a cui non si applica la maggior parte delle regole di comportamento (solo nella prestazione dei servizi di ricezione trasmissione ed esecuzione di ordini e di negoziazione per conto proprio). Un cliente classificato

<sup>23</sup> In questo senso si è pronunciata anche la Sezione regionale di controllo per il Molise della Corte dei conti nella deliberazione n. 26/2008 secondo la quale l'ente deve procedere, con una approfondita ponderazione, alla sottoscrizione di questi strumenti. Sempre la stessa Sezione ribadisce che gli enti locali non possono cercare di traslare la loro responsabilità a carico delle banche contraenti le quali sono protese, invece, a realizzare il massimo profitto.

<sup>24</sup> Tale dichiarazione era espressamente richiesta dall'articolo 31 del regolamento Consob n. 11522/1998 ed esonerava la banca dal rispetto degli obblighi di correttezza, di informazione, di adeguatezza e di trasparenza a tutela degli investitori e dei mercati finanziari nei confronti di chi attestava di essere un operatore qualificato.

<sup>25</sup> Si evidenzia che tra l'altro il Ministero dell'economia e delle finanze avrebbe dovuto specificare il contenuto della nota esplicativa degli oneri e degli impegni finanziaria collegati ai derivati che gli enti locali sottoscrittori di derivati devono allegare al bilancio. Allo stato, nulla è stato emanato.

<sup>26</sup> Cfr. Corte dei conti, Sezione regionale di controllo per il Molise, deliberazione n. 26/2008, pag. 7. Nella medesima delibera la Corte, infine, ritiene di segnalare che: "...non sono giustificabili comportamenti non virtuosi in questa sofisticata materia".

<sup>27</sup> Attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE e abroga la direttiva 93/22/CEE, pubblicato nel Supplemento Ordinario n. 234 alla Gazzetta Ufficiale 8 ottobre 2007.

<sup>28</sup> Attraverso il *test* di adeguatezza, il cliente deve dare informazioni sulla disponibilità patrimoniale e sulla propensione al rischio; con il *test* di appropriatezza, il cliente deve dimostrare di conoscere ciò che vuole comprare.



come controparte qualificata o cliente professionale ha comunque il diritto di richiedere all'impresa il trattamento più protetto da cliente al dettaglio.

In proposito, il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze attuativo del nuovo articolo 6, comma 2-*sexies*, del TUF<sup>29</sup>, soltanto le regioni possono essere automaticamente considerate dagli intermediari come clienti professionali mentre gli altri enti pubblici (per es. i comuni e le province), gli intermediari finanziari italiani – ma anche quelli esteri operanti in Italia – dovranno, prima di proporre prodotti finanziari altamente rischiosi, verificare l'esistenza di specifici requisiti<sup>30</sup>.

### **Gli interventi recenti: la "manovra d'estate" e la legge finanziaria 2009.**

Più di recente, con l'articolo 62 del D. Lgs. 25 giugno 2008, n. 112 (c.d. "Manovra d'estate"), viene fatto divieto agli enti locali di sottoscrivere, fino all'entrata in vigore di uno specifico regolamento, strumenti finanziari derivati e contestualmente viene imposto di ricorrere a forme d'indebitamento solamente attraverso strutture che prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento, escludendo in tal modo la possibilità per gli enti locali di emettere prestiti obbligazionari *bullet*<sup>31</sup>.

Infine, con l'art. 3 della L. 22 dicembre 2008, n. 203 (legge finanziaria 2009), è stato riscritto il suddetto art. 62, prorogando di sei mesi il divieto per Regioni ed enti locali di stipulare contratti relativi a strumenti finanziari derivati.

Al contempo, è stata concessa la possibilità di ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività alla quale il medesimo contratto derivato è riferito, con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura.

In continuità con quanto previsto dalla citata manovra d'estate, la finanziaria per il 2009 ha previsto inoltre l'emanazione di un Regolamento da parte del Ministro dell'economia e delle finanze, il quale dovrà individuare: la tipologia dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati che gli enti locali possono concludere; le componenti derivate, implicite o esplicite, che gli stessi enti hanno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento; nonché le informazioni, rese in lingua italiana, che tali contratti devono contenere al fine di garantire sufficiente trasparenza.

Viene previsto inoltre che (art. 3 comma 4) ai fini della conclusione di un contratto relativo a strumenti finanziari derivati o di un contratto di finanziamento che include una componente

---

<sup>29</sup> In base a tale disposizione, il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, individua 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.

<sup>30</sup> I requisiti sono i seguenti: aver conseguito entrate risultanti dall'ultimo bilancio approvato superiori a quaranta milioni di euro; aver effettuato operazioni finanziarie di valore nominale o nozionale complessivo superiore a cento milioni di euro nel corso dell'anno precedente la stipulazione del contratto; presenza in organico di personale qualificato addetto alla gestione finanziaria dell'ente. Gli intermediari dovranno, inoltre, effettuare una valutazione adeguata delle competenze, dell'esperienza e delle conoscenze del responsabile della gestione finanziaria presso l'ente.

<sup>31</sup> Cfr. art. 6, comma 1, D. Lgs. 25 giugno 2008, n. 112, secondo cui "Ai fini della tutela dell'unità economica della Repubblica e nel rispetto dei principi di coordinamento della finanza pubblica previsti agli articoli 119 e 120 della Costituzione, alle regioni, alle province autonome di Trento e Bolzano e agli enti locali è fatto divieto di stipulare fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 2, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti all'articolo 1, comma 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nonché di ricorrere all'indebitamento attraverso contratti che non prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento comprensive di capitale e interessi".

derivata, il soggetto competente alla sottoscrizione del contratto per l'ente pubblico attesti per iscritto di avere preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi.

Viene, infine, espressamente prevista la sanzione della nullità per il contratto relativo a strumenti finanziari derivati (o il contratto di finanziamento che include una componente derivata), che venga stipulato dagli enti in violazione delle disposizioni previste dal suddetto Regolamento ovvero privo dell'attestazione di cui al sopraccitato comma<sup>4</sup>.

La *ratio* normativa è facilmente individuabile nella volontà di impedire *tout court* la posticipazione, in capo alle generazioni ed amministrazioni future, degli oneri finanziari assunti attraverso l'emissione di un prestito obbligazionario.

### **Considerazioni a posteriori sull'evoluzione normativa e la prassi operativa.**

Prima di giungere, alla luce degli accadimenti, alla sanzione del divieto di sottoscrivere nuovi contratti va rilevato che all'esigenza di porre un freno alle pratiche meno accorte aveva cercato di far fronte già l'art. 41, comma 2, legge 28 dicembre 2001, laddove prevedeva che gli enti locali potessero "emettere titoli obbligazionari con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito".

A fronte dell'emissione di un prestito obbligazionario *bullet*, infatti, l'ente locale emittente era tenuto, in via alternativa, a concludere un contratto di *swap per l'ammortamento del debito* (c.d. *amortizing swap*) ovvero a costituire un *fondo di ammortamento del debito* (c.d. *sinking fund*).

In particolare, tramite l'*amortizing swap* l'ente si obbligava a versare all'intermediario quote periodiche di ammortamento secondo un piano prestabilito e, per converso, l'intermediario finanziario si impegna a pagare, alla scadenza del periodo contrattuale relativo all'emissione obbligazionaria, una somma pari all'intero debito obbligazionario. Diversamente, il *sinking fund* si strutturava come un fondo che accoglieva gli accantonamenti disposti periodicamente dall'ente al fine di preconstituire i mezzi finanziari per l'estinzione del prestito obbligazionario.

In concreto però, a fronte dell'obbligo di accumulo progressivo di capitale (quali quote di un *sinking fund* ovvero quali flussi finanziari di un *amortizing swap*), l'ente vedeva di fatto equiparata l'emissione obbligazionaria in forma *bullet* a quella in ammortamento.

La scelta per la soluzione *bullet* veniva effettuata dagli enti spesso in ragione della consulenza prestata dagli intermediari collocatori che, definendo di più difficile collocazione un'emissione di *amortizing bond* rispetto ad una *bullet*, consigliavano agli enti di optare per soluzioni a rimborso unico a scadenza.

Invero, la ragione che spingeva gli intermediari a consigliare operazioni *bullet* piuttosto che in *amortizing* è apparsa risiedere nelle numerose possibilità di guadagno che, a fronte di una normativa che presentava margini di interpretazione ampi, venivano garantite attraverso la strutturazione di queste operazioni obbligatorie.

Con riferimento ai contratti di *amortizing swap*, una corretta attività di gestione avrebbe imposto agli enti locali di esigere una remunerazione dall'intermediario quale costo di utilizzo del capitale versato, in linea con i tassi di mercato. Banalizzando a fini esemplificativi, il contratto

avrebbe dovuto prevedere che la somma delle quote di ammortamento versate periodicamente dall'ente fosse inferiore e quella restituita dall'intermediario a scadenza, somma questa che non doveva comunque essere inferiore a quella relativa al debito obbligazionario.

A fronte di un concetto elementare nella sua accezione astratta, gli enti locali si sono pertanto trovati spesso nell'assoluta difficoltà (ove non nell'impossibilità) di valutare (prezzare) consapevolmente strutture negoziali complesse (composte, quantomeno, da un prestito obbligazionario, da una struttura IRS su tassi e dal contratto di *amortizing swap*) che non potevano essere esaminate in modo atomistico, ma imponevano un'analisi globale che tenesse conto di quelle che erano le condizioni di mercato attuali e di quelle attese. In tal senso, la retribuzione per l'utilizzo del capitale prestato all'intermediario attraverso l'*amortizing swap* poteva essere indirettamente corrisposta (o non corrisposta) in funzione della scelta (migliorativa o peggiorativa per l'ente) dei diversi parametri finanziari propri delle singole operazioni, necessariamente, quindi, da valutarsi in una prospettiva d'insieme.

È chiaro, dunque, che, al fine di operare valutazioni e quindi scelte consapevoli, gli enti locali avrebbero dovuto possedere conoscenze e competenze che, in molti casi, non hanno dimostrato di avere.

Discorso molto più complesso riguarda poi i *sinking fund*, nei quali, a differenza di quanto accade nell'ipotesi di uno *swap* di ammortamento, l'accantonamento di capitale era finalizzato alla creazione di un fondo di investimento, comportante, necessariamente, una connessa attività di gestione finanziaria.

Giova preliminarmente ricordare come la normativa non prevedesse alcuna indicazione in ordine alla disponibilità, all'utilizzo ed alla gestione dei fondi, ancora una volta rimesse interamente all'autonomia contrattuale.

Le limitazioni poste dalla normativa, peraltro in vigore solamente dall'anno 2003, attenevano da un lato al merito creditizio degli intermediari gestori, i quali dovevano essere contraddistinti da un adeguato merito di credito, così come certificato da agenzie di *rating* riconosciute a livello internazionale, non inferiore a BBB / Baa2 / BBB (art. 2 D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, così come interpretato dalla Circolare Esplicativa Ministero dell'Economia e delle Finanze del 24 maggio 2004). Dall'altro, riguardavano la natura e le caratteristiche dei titoli che componevano il fondo di ammortamento. In tal senso, la normativa, in "*considerazione del fatto che il rischio sul portafoglio dei titoli conferiti al fondo di ammortamento rimane comunque a totale carico dell'ente*", sottolineava l'importanza del *rating* dei soggetti emittenti nella selezione dei titoli utilizzati per la costituzione del fondo, precisando come "*le somme accantonate nel fondo di ammortamento potranno essere investite esclusivamente in titoli obbligazionari di enti e amministrazioni pubbliche nonché di società a partecipazione pubblica di Stati appartenenti all'Unione europea*" (art. 2 D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, così come interpretato dalla Circolare Esplicativa Ministero dell'Economia e delle Finanze del 24 maggio 2004).

È chiaro che laddove (come normalmente è accaduto) la gestione del fondo è stata delegata ad un intermediario finanziario, di fondamentale importanza risultava la disciplina inerente la ripartizione dei proventi da essa derivanti, che, in ragione della titolarità del fondo, dovrebbero essere stati attribuiti all'ente. Diversamente, laddove destinati all'intermediario gestore, gli stessi dovrebbero essere stati computati al fine di determinare la corretta remunerazione spettante all'ente per l'utilizzazione del capitale investito.

In ogni caso però, e qui risiedeva la grande differenza rispetto al contratto di *amortizing swap* con cui l'ente si spogliava del proprio capitale finanziando l'intermediario, la titolarità del fondo, come confermato dalla stessa normativa di settore (art. 2 D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, così come interpretato dalla circolare esplicativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 24 maggio 2004), rimaneva in capo all'ente.

Conseguentemente, col *sinking fund* l'ente assumeva un rischio creditizio equivalente al valore del capitale immesso nel fondo, tanto più alto quanto più il paniere degli investimenti presentasse titoli potenzialmente a rischio.

Appare chiaro che, laddove i proventi dell'attività di gestione fossero attribuiti all'intermediario gestore, questo fosse portato a perseguire, in una logica di massimizzazione dei propri profitti, una politica di accentuazione del rischio, inserendo nel paniere titoli il più possibile remunerativi, le cui perdite, comunque, sarebbero gravate unicamente sul titolare del fondo stesso. Concretamente, l'intermediario acquisiva la possibilità di investire i soldi dell'ente senza sopportare il rischio legato alle perdite da investimento.

Tralasciando la liceità di una simile struttura finanziaria, sulla quale, stante la natura pubblica delle risorse economiche utilizzate, si potrebbe dibattere, sta di fatto che certamente una simile opzione di utilizzo di risorse con contestuale copertura del rischio assunto sarebbe dovuta essere adeguatamente remunerata dall'intermediario, cosa che non sembra essersi verificata, come dimostra il fatto che, nella pressoché totalità dei casi, gli amministratori degli enti stipulanti credevano di aver concluso operazioni a costo zero.

Al fine di limitare detto rischio, il Ministero era intervenuto precisando che *“le somme accantonate nel fondo di ammortamento potranno essere investite esclusivamente in titoli obbligazionari di enti e amministrazioni pubbliche nonché di società a partecipazione pubblica di Stati appartenenti all'Unione europea”* (art. 2 D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, così come interpretato dalla Circolare Esplicativa Ministero dell'Economia e delle Finanze del 24 maggio 2004).

Tale norma ha prestato il fianco a critiche nella misura in cui presupponeva che non dovessero considerarsi a rischio i titoli obbligazionari delle società a partecipazione pubblica, i titoli di stato di qualsiasi paese dell'Unione Europea, i titoli emessi da enti locali, senza peraltro imporre, contrariamente ad una sana logica di diversificazione, alcun limite di concentrazione per categoria di emittenti né per tipologia di investimento nei confronti dei singoli emittenti.

Con riferimento particolare alla presenza nei *sinking fund* di titoli emessi da enti locali, il rischio di un "effetto domino" è evidente, soprattutto in considerazione dell'assenza di limiti di concentrazione.

Peraltro, la scelta nell'inserimento dei titoli nel fondo poteva dirsi condizionata laddove l'intermediario gestore fosse anche collocatore dei titoli, e questo sia nel caso in cui l'intermediario avesse assunto il rischio del mancato collocamento dei titoli (nel caso quindi di collocamento con assunzione di garanzia ovvero di collocamento con preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo), sia nel caso in cui l'intermediario, pur non partecipando a tale rischio, avesse comunque un chiaro interesse riconducibile al percepimento delle commissioni da collocamento, configurando in tali ipotesi un chiaro conflitto di interessi.

### **3. Le criticità rilevate nell'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata nelle P. A.**

Le analisi, con le modalità sopra esposte, hanno permesso di individuare quelli che a nostro parere sono i principali fattori critici che hanno sbilanciato un delicato quanto complesso “*trade off*” (tridimensionale) tra innovazione finanziaria, utilizzo degli strumenti e regolamentazione nel rapporto tra domanda ed offerta di prodotti e servizi, di seguito schematicamente esposte per punti.

Punto 1. Il fenomeno ha visto rilevanti asimmetrie cognitive oltre che informative tra domanda ed offerta in un ambiente generale di grave “*deficit*” di cultura ed educazione finanziaria. Non vi è alcun dubbio che un migliore livello di cultura finanziaria ed una adeguata formazione avrebbero sensibilmente ridotto “*ab origine*” le situazioni critiche e gli sviluppi patologici.

Punto 2. La dottrina economica dimostra come le innovazioni finanziarie debbano seguire alcune regole imprescindibili: la comprensibilità secondo la diligenza ordinaria, la consapevolezza anche da lato offerta,<sup>32</sup> l'utilizzabilità finalizzata agli obiettivi programmati ed alla maggiore efficacia e/o efficienza<sup>33</sup>. Il mercato dei derivati negli enti è cresciuto negli anni con un tasso di crescita e di complessità eccessiva rispetto alle reali necessità. E' apparso evidente come in molti casi non ci sarebbe stata alcuna necessità di utilizzarli oppure sarebbe stato più che sufficiente ricorrere alla finanza ordinaria.

Punto 3. Mancata separazione funzionale tra le attività di consulenza strumentale e abbinate ai servizi di vendita/collocamento (c.d. attività di “*arranging*”) rispetto a quelle di consulenza oggettiva e/o analisi/diagnostica finanziaria (la vera e propria “*advisory*”). Tale distinzione è fondamentale e merita alcune puntualizzazioni. Tecnicamente è “*arranger*” quel soggetto che ingegnerizza, predispone ed adatta gli strumenti per realizzare concretamente la struttura dell'operazione. In genere vi è una prima fase di “*produzione*” ad opera di quella che in gergo si definisce l' “*officina finanziaria*” e il successivo collocamento diretto tramite intermediari/rivenditori (“*sellers*”) che pertanto, in quella sede, svolgono una attività di consulenza del tutto incidentale a richiesta. E' invece “*advisor*” (o dovrebbe essere tale) colui che consiglia e suggerisce natura e tipologia degli strumenti efficaci e più efficienti, in funzione di obiettivi ed esigenze generali e poi specifiche in rispetto del fondamentale principio di adeguatezza ai bisogni. Se il consulente è indipendente, opera nell'interesse esclusivo della mandante e da questi viene esclusivamente retribuita. L'*advisor* con queste caratteristiche è naturale controparte e contraddittorio rispetto all'intermediario o “*arranger*”.

Con questa separazione funzionale oggettiva e soggettiva si eliminano implicitamente i potenziali conflitti di interesse. Questa distinzione così importante è stata malauguratamente recepita in tempi molto recenti e spesso solo a seguito delle perdite emerse da alcuni enti. Troppo spesso si è rilevato che gli enti non hanno procedure di programmazione e pianificazione sul debito, non conoscono il rischio finanziario come grandezza finanziaria.

Il rischio è stato gestito ed ancora oggi in molti casi solo per induzione dello stesso collocatore e non come scelta consapevole mediante una valutazione preventiva di quantificazione.

La presenza, ancora molto rara, di consulenti esterni indipendenti ha sostanzialmente annullato i problemi di incongruità ed inadeguatezza delle operazioni.

---

<sup>32</sup> Troppe volte si è notata una generale acriticità tra chi produce il prodotto finanziario e chi lo vende.

<sup>33</sup> Basti citare i fondamentali presupposti della “*Know your customer e la merchandise rule*” e la “*suitability*” ben radicati anche nei principi del diritto italiano e non solo inglese.

Solo in tempi molto recenti alcuni enti hanno iniziato a proporre bandi di gara per consulenze finanziarie a soggetti consulenti indipendenti<sup>34</sup>. Sul piano della liceità dei comportamenti, tra l'altro, occorre evidenziare che secondo alcuni indirizzi giurisprudenziali la prova degli eventuali comportamenti dolosi dell'istituto di credito nei confronti dell'ente sottoscrittore del contratto risulta a carico dell'ente e quindi in capo a chi ne ha la rappresentanza giuridica<sup>35</sup>. Tale orientamento sembra trarre spunto e conferma da due sentenze delle sezioni unite della Corte di Cassazione<sup>36</sup> che hanno escluso la nullità del contratto per effetto della violazione, da parte degli intermediari finanziari, dei doveri di informare il cliente circa i rischi connessi all'investimento. Secondo la Corte, per tale violazione, si è in presenza o di una responsabilità precontrattuale con conseguente obbligo al risarcimento dei danni, ove la violazione avvenga nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione, ovvero di una responsabilità contrattuale con eventuale risoluzione del contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria.

Punto 4. Si è dimostrata in molti casi la mancata conoscenza del rischio finanziario inteso come variabile quantificabile e misurabile e non fattore soggettivo che rientra nella sfera delle percezioni. Il caso derivati è emblematico e dimostrativo dell'importanza e valenza della c.d. "finanza comportamentale" dove si dimostra come all'aumentare della complessità ed opacità le decisioni vengono prese per effetto di fattori distorsivi della consapevolezza quali fattori emozionali, errori percettivi, euristiche decisionali che favoriscono l'induzione in errore. Gli enti non percepiscono spesso il c.d. "rischio mercato", non conoscono di altri rischi finanziari peraltro drammaticamente emersi con la recente crisi<sup>37</sup>.

Punto 5. Si sono verificate carenze nelle "disclosures" di bilancio, mancata conoscenza dei costi applicati ai prodotti, inapplicazione di norme di legge. In primo luogo si rileva un fondamentale errore di fondo nella percezione (e conseguente rilevazione nei bilanci) tra effetti finanziari e di contenuto economico. Flussi di cassa attivi ed M.T.M. positivi vengono automaticamente percepiti come "utile", se negativi come "perdita" (errore percettivo/ euristico).<sup>38</sup>

---

<sup>34</sup> Il caso paradigmatico di notevole rilevanza è stato quello di Milano, quando nel 2008 il comune ha indetto un bando di gara (n. 60/luglio 2008) per l'analisi dei contratti derivati in essere con le quattro banche internazionali legati al noto prestito obbligazionario a cui potevano partecipare solo soggetti intermediari di strumenti derivati (ovvero in pratica le stesse banche collocatrici). Gara a quel punto abbandonata da tutti i consulenti potenzialmente interessati per ovvia mancanza del requisito di essere intermediari e che ha prodotto il ricorso di Nextam Sgr contro il comune. Da notare, peraltro, che nessuna banca si era proposta.

<sup>35</sup> Secondo il Direttore generale della Banca d'Italia Fabrizio Saccomanni per il sistema bancario l'attività in derivati determina una esposizione a rischi di mercato di entità modesta. Infatti, le banche italiane svolgono principalmente un'attività di intermediazione tra le posizioni in derivati assunte da operatori residenti e il mercato finanziario internazionale, trasferendo una parte rilevante del rischio sui bilanci delle maggiori banche commerciali e di investimento estere. Cfr. Audizione presso la Camera dei deputati, VI Commissione permanente finanze, 6 novembre 2007.

<sup>36</sup> Sentenze n. 26724 e 26725 delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione del 19 dicembre 2007.

<sup>37</sup> Oltre al rischio mercato le decisioni devono essere prese in consapevolezza dei rischi di credito (la vendita di "Credit Default Swaps" mette una seria ipoteca sulle capacità degli enti di percezione di tale rischio), rischi di liquidità (i derivati collocati presso gli enti non hanno mercato in quanto venduti molto spesso in contropartita diretta e non come intermediazione di uno strumento di mercato), rischi operazionali anche interni all'ente, rischi di valutazione (come e con quale modello finanziario si calcola l'M.T.M.?) e convessità (il prodotto ha una distribuzione probabilistica del rischio di tipo simmetrico?) nella valutazione degli strumenti derivati.

<sup>38</sup> Come di seguito si riferirà (*infra*, par. 4), il sistema contabile di riferimento per gli enti pubblici oltre ad essere prettamente finanziario e non economico non è mai stato disciplinato in modo completo in tema di strumenti finanziari specie se derivati. Oltre ai principi contabili dell'Osservatorio del Ministero dell'Interno alcune utili indicazioni si traggono dalla codifica S.I.O.P.E. dove però l'M.T.M. non trova alcuna indicazione di allocazione. In particolare, è rilevante la necessità di separare anche contabilmente gli effetti prodotti dalle variazioni di mercato ed effettivamente

A tale proposito va ribadito che qualora un ente abbia ricevuto flussi positivi non necessariamente è in guadagno economico, per estremo anche laddove avesse contestualmente un M.T.M. positivo. Come peraltro più volte evidenziato anche da CONSOB già alla sottoscrizione il conto economico è negativo pari al costo (implicito) sostenuto, mentre in termini finanziari non appare nulla<sup>39</sup>.

Anche laddove un derivato viene chiuso con M.T.M. positivo per l'ente non è improbabile che ciò abbia comportato comunque una perdita economica non rilevata (così come teoricamente un M.T.M. negativo non è automaticamente assimilabile ad una perdita economica). Infatti, i premi incassati a titolo di *up-front* o anche l'M.T.M. positivo riconosciuti non sono quasi mai congrui rispetto al rischio atteso.

Un semplice esempio chiarificatore. Si immagini che l'ente sia un Assicuratore (in quanto assume rischio a fronte di un "*up-front*" oppure ha sottoscritto un contratto "*non par*") e la banca sia l'assicurato (tipico caso delle operazioni non di copertura ovvero di ristrutturazione o "gestione attiva" del debito) dove l'assicuratore incassa il premio di una polizza RC auto relativa ad un automobilista di classe prima (senza incidenti pregressi a carico) che circola abitualmente in una città considerata a basso rischio ma in realtà non sa che sta assicurando un automobilista di ultima classe responsabile di molti incidenti che guida in un comune ad altissima sinistrosità. La differenza di minore ricavo rispetto ad un valore equo (incasso di un premio o liquidazione del contratto con *mispricing* ovvero, se positivo, ad un valore inferiore al suo valore equo (fair value) è di fatto perdita economica per il mancato riconoscimento del rischio sostenuto. Solo dopo aver calcolato i costi impliciti globalmente sostenuti ed eventuali mancati *up-front* (in sottoscrizione, o nelle rimodulazioni varie) è possibile sapere se globalmente l'operazione (non di copertura) liquidata anticipatamente è stata anche economicamente positiva per l'ente e non solo dai flussi pagati ed incassati! Solo con una perizia tecnica quantitativa che valuta l'operazione derivata e contestualmente l'effetto del mercato sul debito sottostante è possibile a quel punto certificare l'avvenuta convenienza dell'operazione specie se di imperfetta copertura o come spesso è successo ovvero di rimodulazione del debito da fisso a variabile o ancora di "gestione attiva del debito"<sup>40</sup>.

Punto 6. Il mancato versamento dei c.d. "margini di garanzia". Come noto, il versamento di collaterali a margine costituisce nei mercati derivati quotati ufficialmente la garanzia per eccellenza per il mantenimento della stessa "integrità dei mercati". Nei mercati OTC la banca può prendersi il rischio di inadempimento di controparte oppure concedere delle garanzie in genere fidejussorie. In altri termini, è chiaro che la richiesta di margini iniziali e di margini in adeguamento durante la vita delle operazioni non di copertura consente una immediata percezione del rischio iniziale (in funzione della percentuale richiesta inizialmente) e del rischio c.d. "dinamico" a seguito degli adeguamenti in aumento o diminuzione richiesti proprio al variare delle variabili di mercato. E' facile intuire cosa sarebbe successo se oltre a dichiarare il costo effettivo delle operazioni a carico dell'ente, in genere da un minimo dell'1% del valore nozionale dei contratti fino anche al 5% (o addirittura in casi di grave patologia intorno al 10%), i funzionari che proponevano le operazioni avessero chiesto anche un margine di garanzia "cash" o "quasi cash" (ovvero strumenti come CCT

---

aventi natura di "oneri finanziari" dai costi di intermediazione/negoiazione che invece hanno natura diversa e pertanto vanno scorporati ed indicati come oneri per servizi. La distinzione (teoricamente obbligatoria per le *corporate*) darebbe maggior rispetto ai principi di trasparenza e chiarezza del bilancio ed eviterebbe la facile confusione e commistione tra elementi diversi. Il lettore del bilancio così potrebbe apprezzare quanto dell' M.T.M. e delle regolazioni periodiche (flussi) è effettivamente conseguenza delle variabili di mercato e quanto invece effetto dei costi di intermediazione.

<sup>39</sup> Il costo implicito si sarebbe palesato solo se subito dopo la sottoscrizione l'ente, ancora in invarianza di mercato, avesse chiesto l'annullamento dell'operazione ed il riacquisto da parte della banca del medesimo contratto. Non a caso nel Documento CONSOB citato viene posta la raccomandazione di indicare il valore dello strumento subito dopo la sottoscrizione del cliente.

<sup>40</sup> A tale proposito, si ritiene di poter ribadire l'opinione che il concetto di "gestione attiva di un debito" è assimilabile che ad una gestione finalizzata alla ricerca di plusvalenze finanziarie basate sulla corretta scelta degli strumenti ("selection") ed alle capacità previsive (*timing*).

o BTP abitualmente richiesti per le “clearing house”) pari al 10% o più da versare sul conto margini della banca. E' plausibile dubitare del fatto che gli enti avrebbero sottoscritto contratti derivati (ma il ragionamento sarebbe ulteriormente estendibile alle decine di migliaia di PMI che hanno sottoscritto derivati rivelatesi non di copertura ma di “negoziazione”)<sup>41</sup>.

Punto 7. Procedure di gara per la selezione dell'intermediario basate su criteri soggettivi e non oggettivi quali competenza ed indipendenza di giudizio del consulente. In pratica è il c.d. “effetto blasono” o anche effetto “gregge”.

Punto 8. Eccesso di delega da parte del consiglio comunale alla giunta e da queste ai dirigenti preposti. La responsabilità di queste operazioni è del Consiglio che deve poi, fatte le opportune verifiche, dare preciso indirizzo ai dirigenti preposti (Vd. *Infra*, par. 6).

Punto 9. Gli enti sono spesso incorsi anche nei rischi contrattuali favoriti dal fatto che la consulenza legale quasi sempre veniva delegata agli stessi consulenti dell'intermediario. In molti casi non è stata fatta alcuna “diligence” legale preventiva su tutta la modulistica sottoscritta. Si è constatato inoltre come spesso gli enti, soprattutto medi e piccoli, non conoscano le normative e soprattutto gli usi negoziali di settore e siano pertanto incorsi nei classici rischi contrattuali dovuti ad arbitraggi di convenienza favoriti dalla giurisdizione e/o dalla legislazione *crossborder*.

Punto 10. Utilizzo di strumenti finanziari derivati senza necessità. Il caso classico concerne la mancanza del rischio finanziario che rende del tutto inutile sottoscrivere un derivato che a quel punto invece che trasferire il rischio alla banca lo induce<sup>42</sup>. Molto interessanti sono tutti quei casi in cui, in rapporto al debito sottostante, le operazioni non hanno ridotto il costo finale del debito come prescritto dall'art. 41, comma secondo, della legge 448/01 (Finanziaria 2002). Ci si riferisce alle numerose operazioni di “ristrutturazione del debito” tipiche di molti comuni medi e piccoli spesso indebitati esclusivamente a tasso fisso con la CC.DD.PP, il che solleva il problema della mancata valutazione preventiva di economicità. La valutazione deve tuttavia tener conto delle commissioni implicite che incidono sensibilmente nel calcolo di convenienza (al netto del beneficio fiscale ex art.2 D.Lgs. 239/06). In ogni caso l'utilizzo di derivati (in genere “IRS collar”) su un indebitamento persistente a tasso fisso al fine della ristrutturazione dello stesso a tasso variabile (caso di molti enti medio piccoli) non consente alcun risparmio ma un aggravio economico e finanziario se non altro per il fatto che il derivato ha comunque un costo e quindi tali operazioni sono teoricamente nulle o meglio risolvibili.

Punto 11. Distorsioni percettive causate dall'incasso di *up-front* che invece si sarebbero dovuti utilizzare per l'aggiustamento dei premi (a sconto o premio) in sede di rimodulazione.<sup>43</sup>

Punto 12. Programmazione e rimodulazione delle operazioni in funzione di modelli previsivi o semplici previsioni di mercato in genere forniti dallo stesso intermediario. Si tratta di un errore tanto comune quanto grave<sup>44</sup>.

Punto 13. Le migliori pratiche di *risk management* non si basano sulle capacità previsive di mercato (statisticamente fallaci e distribuite in modo casuale), ma piuttosto sulle analisi endogene legate agli obiettivi di bilancio, alla specifica tolleranza e propensione al rischio una volta che

<sup>41</sup> Termine tecnico per definire operazioni di natura speculativa o di “trading”.

<sup>42</sup> Cfr. la Deliberazione n. 127/2008 della Corte dei Conti relativa al comune di Fonzaso.

<sup>43</sup> Cfr. art. 3, comma secondo, lettera f, del DM 389/2003 e art 3 Circolare Ministero del Tesoro 27 maggio 2004 n. 1.

<sup>44</sup> Non appare condivisibile l'affermazione per cui le perdite o i guadagni degli enti sono sostanzialmente dovuti ad errori nelle previsioni sull'andamento dei tassi di interesse. Un ente non può fare previsioni e non è autorizzato a farlo. Evidenze empiriche dimostrano che anche i migliori uffici studi delle principali banche mondiali incorrono in errore con regolare sistematicità.



questo rischio é stato preventivamente individuato e quantificato. Gli enti, anche quando hanno utilizzato strumenti finanziari intrinsecamente adeguati ed efficaci, li hanno spesso rinegoziati in funzione di ipotetici andamenti dei mercati e non in base ai propri obiettivi e variabili legate al bilancio dell'ente pubblico subendo danni economici, non sempre palesati finanziariamente, anche molto gravi.

Punto 14. Diversi enti che hanno emesso prestiti obbligazionari (Buoni ordinari comunali, regionali ecc.) hanno, come prevedono le norme vigenti, costituito un fondo per l'ammortamento del debito ("*sinking fund*"). In molti casi questo é avvenuto antecedentemente alla regolamentazione più restrittiva del D.M. 389 ed alla circolare esplicativa del Ministero del Tesoro del 27 maggio 2004. Siamo a conoscenza che alcune regioni hanno in portafoglio titoli a bassa liquidità e con profili di rischio non compatibili con le finalità del fondo stesso. Infatti l'ente, a fronte di un extra rendimento offerto dall'intermediario rispetto al tasso Euribor<sup>45</sup> si prende in carico tutto il rischio mercato, di credito, di liquidità di questi titoli che potrebbe compromettere la capacità di rimborso a scadenza.<sup>46</sup> E' necessario rendere pubbliche le composizioni di questi portafogli e soprattutto procedere ad una "*diligence*" tecnica dei medesimi per valutarne il valore liquidativo calcolato a "*fair value*" ed il rischio di sostenibilità. Le moderne metodologie quantitative, oggi decisamente più affinate rispetto a quando sono stati creati tali fondi, consentirebbero di valutare il rischio a scadenza e di monitorare tali portafogli procedendo ai necessari aggiustamenti ed arbitraggi per il mantenimento del rapporto rischio/rendimento sul livello prescelto.

A complicare la situazione va rilevato che risultano esservi serie difficoltà nella possibilità di modificare i titoli poiché sono state imposte commissioni di arbitraggio del tutto fuori mercato e in misura tale da rendere di fatto quasi impossibile ogni modifica di portafoglio. Questo perché gli intermediari hanno a loro volta coperto i titoli più liquidi con C.D.S. sostenendone l'onere che viene così ribaltato sul costo di arbitraggio.

Punto 15. Alcuni enti hanno utilizzato sofisticati derivati di credito ovvero i "credit default swaps"<sup>47</sup>. Gli enti si sono posti come venditori (incassando quindi dei premi<sup>48</sup>) e garantendo, pertanto, le controparti bancarie internazionali dal rischio "*default*" sulle emissioni di debito del Tesoro (B.T.P.). Tecnicamente, queste operazioni, se considerate insieme all'I.R.S. di ammortamento consentono di creare un "*sinking fund*" sintetico eliminando il rischio di controparte del conto segregato dove vengono versate le rate dello stesso swap di ammortamento. Tuttavia, sugli stessi grava un dubbio di legittimità legale in quanto, seppur non disciplinati in alcuna delle norme di settore, comportano un'inversione di ruolo tra soggetto "assicurato" ed "assicuratore". Tale circostanza non appare in linea con il principio per il quale l'ente non dovrebbe potersi assumere rischi creditizi e per di più di soggetti terzi. Inoltre, vi é un pericoloso legame funzionale tra gli eventi che farebbero scattare la garanzia a favore delle banche e le motivazioni che potrebbero consentire una risoluzione anticipata delle strutture IRS. In pratica un "*early termination event*" sullo swap potrebbe far scattare l'analogo "*credit event*" del C.D.S.

<sup>45</sup> Rendimento per il "*sinking fund*" superiore in genere a quello riconosciuto implicitamente negli swap di ammortamento tradizionali.

<sup>46</sup> L'anomalia risiede nel fatto che l'ente prende in carico i rischi di portafoglio, mentre l'intermediario gode dei frutti (maggiori rendimenti grazie a titoli di maggiore rischiosità) senza aver preventivamente fatto una analisi di rischio rendimento ovvero se esisteva effettivamente una convenienza per il fatto che il maggior rendimento era tale da giustificare il rischio atteso sugli strumenti finanziari.

<sup>47</sup> Il C.D.S. é un derivato di protezione dal rischio insolvenza o altro evento creditizio come un semplice "*downgrade* su una obbligazione" a favore dell'acquirente a fronte di uno o più pagamenti periodici per il costo della copertura a favore del venditore.

<sup>48</sup> Si ha notizia di un caso in cui il premio non è stato neppure incassato.

#### 4. Alcuni spunti problematici di natura tecnica

##### Premessa

Obiettivo di questo paragrafo è di esaminare alcuni profili di criticità tecnica riscontrati nei casi analizzati. Giova sottolineare che la materia, *de qua*, è complessa e difficilmente disciplinabile attraverso norme giuridiche che possono essere facilmente aggirate, nel bene o nel male, utilizzando artifici tecnico-finanziari, circostanza che ripropone le criticità di disciplina della materia in questione.

##### La scelta tra tasso fisso e tasso variabile

Anzitutto necessita un chiarimento la possibilità di scelta tra debito a tasso fisso o tasso variabile. Questa non deve essere ispirata da una volontà speculativa in relazione ai futuri andamenti dei tassi di interesse, ma piuttosto da una ragionata valutazione delle capacità dell'ente di far fronte ai propri impegni finanziari. In questo senso, un ente che si trovasse in sofferenza con un rialzo dei tassi di interesse deve optare per un tasso fisso; viceversa se un rialzo dei tassi non dovesse costituire pregiudizio per un ente, questo potrebbe indicizzare il proprio debito per inseguire la possibilità di beneficiare di un ribasso dei tassi di interesse.

Deve essere chiaro quindi che la scelta di un debito a tasso fisso comporta il rischio di perdere opportunità (date da un ribasso dei tassi di interesse) ma non di perdere del denaro, posto che si è predeterminato *ex-ante* l'onere cui sarà assoggettato l'ente. La scelta di un tasso variabile invece consente di avere opportunità, ma con il rischio di perdere del denaro (dovuto ad un rialzo dei tassi di interesse).

Senza entrare ovviamente nel merito di scelte che competono singolarmente ad ogni ente, tuttavia va rilevato che l'indebitamento a tasso variabile viene dagli stessi contratto esclusivamente con controparti bancarie o attraverso emissioni obbligazionarie. E' facilmente dimostrabile che risulti più efficiente definire un debito a tasso variabile e convertirlo a tasso fisso attraverso un'operazione in derivati piuttosto che negoziare direttamente il debito a tasso fisso. Per questo le operazioni in derivati, con finalità di copertura, dovrebbero avere ad oggetto esclusivamente, fatte salve alcune rare eccezioni<sup>49</sup>, dei sottostanti debiti a tasso variabile, ponendosi l'obiettivo di eliminare (attraverso IRS) o limitare (attraverso *cap* o *collar*) la variabilità dei sottostanti debiti indicizzati.

Pare molto meno sensato sotto un profilo tecnico, servirsi degli strumenti finanziari derivati per mutare il profilo finanziario dell'indebitamento spostandosi da tasso fisso a variabile o viceversa in funzione dei mutati scenari di mercato sui tassi di interesse (cd. "gestione attiva del debito"). Le ragioni di questa affermazione riposano nella volatilità dei mercati finanziari, che contribuisce già subito dopo l'eventuale negoziazione di un derivato a determinare se la scelta effettuata sia risultata, *ex-post*, giusta o sbagliata, imponendo, se del caso, una nuova ulteriore modificazione<sup>50</sup>.

<sup>49</sup> Si fa riferimento alla situazione in cui l'ente, attraverso strutturazioni in derivati, ripristini le condizioni originarie di un debito ristrutturato.

<sup>50</sup> Un semplice esempio chiarirà il concetto. Se un investitore detiene in portafoglio un titolo e questo perde il 10%, può decidere di liquidarlo, ma questo non gli permetterà di evitare la perdita già concretizzata del 10%; la sua scelta sarà stata corretta se il titolo continuerà a perdere, avendo evitato perdite ulteriori a quel 10%. Così un altro investitore senza titoli in portafoglio, dopo un rialzo del 10% potrà decidere di investire, ma la sua scelta risulterà premiante solo se il

Appare pertanto evidente che qualsiasi decisione che comporti un'operazione ha un costo, costituito dalle commissioni (nell'esempio di un'operatività su titoli esplicite) riconosciute all'intermediario, circostanza che spesso rischia effettivamente di determinare più costi che benefici.

### **Congruità ed adeguatezza**

A questo punto, appare opportuno illustrare e distinguere due concetti quando si analizzano gli strumenti finanziari derivati legati ad un sottostante debito: congruità ed adeguatezza.

Per congruità si intende la corrispondenza tra l'importo nozionale del debito e l'importo nozionale di riferimento dell'operazione in derivati. Sotto questo profilo i casi esaminati nella nostra esperienza ci portano a dire che non esistano anomalie quali leve speculative<sup>51</sup>.

Ma il concetto di congruità non va confuso con la adeguatezza. Si definisce adeguatezza l'aderenza delle caratteristiche finanziarie di un derivato alle finalità per le quali il derivato è stato posto in essere.

Ad esempio, se la finalità fosse di copertura occorre chiarire il concetto di copertura. Sulla sostanza<sup>52</sup> del concetto ci si può riferire ad alcuni autorevoli pareri.

La Comunicazione Consob n. DI/99013791 del 26-02-1999, stabilisce che un'operazione può essere definita di copertura quando sia esplicitamente posta in essere per ridurre la rischiosità di base; sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia, ecc...) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine; le condizioni ai punti precedenti risultino documentate da evidenze interne degli intermediari e siano approvate, anche in via generale con riguardo ad operazioni aventi caratteristiche ricorrenti, dalla funzione di controllo interno.

Se si fa ricorso ai principi contabili internazionali (IAS 39), l'*hedge accounting* è possibile per operazioni di copertura che soddisfino questi requisiti: la copertura deve rivelarsi altamente efficace; l'efficacia deve essere misurata con criteri affidabili; la finalità di copertura deve protrarsi per tutta la durata del contratto e la sua efficacia deve permanere e poter essere misurabile continuamente; una transazione futura cui sia associato un contratto di copertura deve essere altamente probabile e soggetta a variazioni nei relativi *cash flows* tali da condizionare il risultato netto della società.

Tutte le fonti citate convergono nel definire copertura la riduzione della variabilità del sottostante. Qualsiasi strumento derivato che incrementi questa variabilità (o lasci inalterati i possibili esiti rischiosi) si configurerebbe come una operazione speculativa.

---

titolo scelto continuerà a crescere di valore. Le stesse argomentazioni possono essere spostate sul mercato dei tassi di interesse, in occasione di una loro discesa (e quindi una volontà di optare per un tasso variabile) o risalita (e quindi una volontà di optare per un tasso fisso). Come è facile intuire, quanto segue ad una scelta è poi frutto del caso.

<sup>51</sup> Si intende per leva speculativa quando l'importo nozionale di un'operazione in derivati supera l'importo nozionale del debito sottostante; gli effetti di mercato in questo caso non compensano i movimenti del sottostante, ma li amplificano sia che i riflessi siano positivi che negativi.

<sup>52</sup> E non sull'applicabilità o i contesti in cui sono stati enunciati questi principi, del tutto irrilevanti rispetto alla sostanza che si propongono di disciplinare.

Quindi, in conclusione, un'operazione in derivati può essere congrua, ma non adeguata. Basti pensare ad un'operazione che trasformi perfettamente, sul medesimo importo nozionale, un tasso variabile euro in un tasso variabile non di area euro, più volatile: mancherebbe lo scopo di riduzione del rischio, pur essendoci le caratteristiche di congruità.

Ecco perché la sola congruità non può essere da sola indice di correttezza dell'operazione stipulata.

### **Cenni alla contabilizzazione dei contratti derivati**

Infine, in termini di trasparenza, va altresì rilevato come la normativa vigente non contenga disposizione specifiche in ordine alla contabilizzazione sul bilancio degli enti dei contratti, anche in quanto, come sottolineato, la casistica dei contratti è particolarmente variegata e complessa.

*A latere*, si può rammentare quanto in proposito statuito dai principi contabili internazionali per le pubbliche amministrazione. In particolare, il principio contabile IPSAS 15 stabilisce che, di norma, la valutazione al *fair value* dei derivati pubblicamente quotati in commercio deve essere basata sui prezzi di mercato, citati alla data di sottoscrizione del contratto<sup>53</sup>.

Invece, qualora, in particolare, si tratti di scommessa sui tassi di interesse, il valore giusto è calcolato come il valore attuale dei movimenti di cassa futuri valutati. Il valore giusto dei contratti in divise estere è invece determinato usando i tassi di quotazione del mercato di scambio alla data di sottoscrizione.

Nella stima del giusto valore dei derivati non-quotati su mercati regolamentati e di altri strumenti finanziari, andrebbero invece opportunamente adottati parametri quali i prezzi di mercato a quella data degli strumenti specifici o simili usati per il debito di lunga durata<sup>54</sup>.

E' evidente che quando i valori nominali meno tutte le registrazioni valutate di accreditamento per le attività e passività del prodotto, presentino una vita residua inferiore all'anno, ciò garantisce di per sé i presupposti per approssimarsi ai loro valori giusti. E' appena il caso di rammentare che tali indicazioni, delle quali non si prevede un recepimento a breve nella normativa italiana, non sarebbero comunque facilmente applicabili agli enti locali italiani in quanto essi sono (ancora) perlopiù in contabilità finanziaria<sup>55</sup>. L'articolo 199 del TUEL riconosce espressamente la

<sup>53</sup> Gli IPSAS sono principi internazionali per la contabilità e il bilancio nel settore pubblico. L'obiettivo è migliorare la qualità e la comparabilità delle informazioni contabili e assistere gli organismi nazionali che definiscono i principi. L'IPSAS 15 è il principio relativo agli strumenti finanziari e quindi anche ai derivati e concerne specificamente la loro esposizione nel bilancio d'esercizio e dell'informazione integrativa.

<sup>54</sup> Altra tecnica è quella della opzione che stima il valore scontato valutato dei movimenti di cassa futuri, perlopiù usato per determinare il valore giusto per gli strumenti finanziari restanti oltre alle opzioni.

<sup>55</sup> In prospettiva, va rammentato che la bozza della delega al governo per l'adeguamento delle disposizioni in materia di enti locali in attuazione della riforma della Costituzione per l'adozione della carta delle autonomie, prevede nell'art. 3, laddove si indicano i principi e i criteri direttivi per l'attuazione della delega che dovrà utilizzare il governo, alla lettera di: "*definire i principi diretti a individuare modalità di esercizio delle competenze degli organi degli enti locali, così come definite e delimitate dalla legislazione vigente con riferimento alla corretta gestione delle entrate e delle spese e all'equilibrio finanziario dei bilanci, nonché alla materia tributaria e alla disciplina delle tariffe dei servizi pubblici*" e quindi sembrerebbe confermata la contabilità finanziaria. Parimenti, la legge delega 5 maggio 2009, n. 42, all'art.2, comma 2, lettera h, prevede l'individuazione dei principi fondamentali dell'armonizzazione dei bilanci pubblici. Sia la bozza di carta delle autonomie che la legge delega sul federalismo fiscale non affrontano pertanto il problema del sistema contabile da adottare; la contabilità finanziaria con il prospetto di riconciliazione di fine anno per determinare la

possibilità da parte degli enti di ricorrere agli strumenti di finanziamento legalmente previsti per qualsiasi operatore sul mercato finanziario: ivi compresi, quindi, i contratti derivati.

Nella prassi contabile, per la rilevazione delle somme risultanti dall'*Interest Rate Swap*, non essendoci vincoli normativi specifici in merito, ogni ente dovrebbe decidere in proprio il metodo di contabilizzazione, con criteri da specificare e riportare nell'ambito dei documenti che fanno riferimento all'*iter* amministrativo di stipula ed agli obblighi contrattuali sottoscritti<sup>56</sup>.

Discorso diverso va fatto relativamente alla contabilizzazione dei flussi (*netting*) registrati dall'ente nel corso dell'anno considerato.

In tal caso, potendo realisticamente assumere che i flussi sono di norma sia di valore positivo che negativo per l'ente locale, nel primo caso, trattandosi di minor tasso di interesse effettivo registratosi nell'esercizio di riferimento e quindi di entrate extra-tributarie, andranno a confluire nel Titolo III, alla categoria 5 (*Proventi diversi*) o eventualmente alla categoria 3 (*Interessi su anticipazioni e crediti*), mentre, nel secondo caso, verranno iscritti nel Titolo I della spesa corrente, all'intervento 6, ossia alla voce "*Interessi passivi e oneri finanziari diversi*".

Sul punto però occorre segnalare la posizione della Corte dei conti della sezione Lombardia<sup>57</sup> che, prudenzialmente, per i *netting* positivi preferisce una collocazione al titolo IV delle entrate, in modo tale da escludere l'eventuale finanziamento di spese correnti. Secondo la Corte dei conti l'allocazione dei *netting* positivi al titolo III delle entrate non corrisponderebbe ai principi di regolarità contabile e di sana gestione finanziaria.

Ad ogni buon conto, in linea di principio, ma non sembra che ciò si sia tradotto sinora in una prassi applicativa da parte degli enti locali, i proventi generati inizialmente dal contratto dovrebbero opportunamente costituire la dotazione di un apposito fondo rischi, con lo scopo di allocarvi i flussi

---

situazione economico e patrimoniale dell'ente (il sistema vigente) ovvero il sistema della contabilità economico-patrimoniale in partita doppia lasciando alla rilevazione dei movimenti finanziari la sola finalità autorizzatoria e per il mantenimento dell'equilibrio finanziario dell'ente.

<sup>56</sup> E' possibile classificare in tre categorie gli eventi, derivanti dalla conclusione di operazioni in IRS, suscettibili di registrazione contabile: contabilizzazione dell'*up-front*; contabilizzazione dei *netting* positivi; contabilizzazione dei *netting* negativi. Per la contabilizzazione dell'*up-front* sembra condivisibile la posizione assunta dall'osservatorio per la finanza e la contabilità degli enti locali che in base al principio contabile n. 3, al punto 47, afferma che "l'eventuale entrata derivante dalla contrazione di *swap* finalizzati alla ristrutturazione dei tassi di interesse del residuo debito riguarda la rimodulazione del debito precedentemente contratto per investimenti ed incide sulle condizioni economico-finanziarie e gli equilibri del bilancio di medio-lungo termine; pertanto, va considerata una entrata straordinaria da allocare nel titolo IV delle entrate". Pertanto l'*upfront*, pur essendo un premio di liquidità, non andrebbe incluso tra le entrate correnti ma tra quelle in conto capitale in quanto esso rappresenta l'attualizzazione di ipotetici risparmi relativi all'intera durata dell'operazione che quindi agisce sui meccanismi di equilibrio economico-finanziario di medio-lungo termine. Sulle medesime posizioni dell'osservatorio è la Corte dei conti secondo la quale l'*up-front* rappresenta una delle forme di ricorso al mercato finanziario previste dall'articolo 199, lett. g) del TUEL a sostegno degli investimenti, il quale richiede il rispetto delle medesime condizioni e vincoli stabiliti per ogni forma di ricorso a indebitamento. Appare pertanto discutibile la sua destinazione a spesa corrente mentre andrebbe valutato il suo accantonamento per motivi prudenziali. In proposito, giova rammentare il contenuto dell'articolo 30, comma 15 della Finanziaria 2003, laddove si stabilisce che se Regioni, Comuni e Province ricorrono all'indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento, «i relativi atti e contratti sono nulli». Le sezioni giurisdizionali regionali della Corte dei conti possono irrogare agli amministratori che hanno assunto la relativa delibera la condanna ad una sanzione pecuniaria pari ad un minimo di cinque e fino ad un massimo di venti volte l'indennità di carica percepita al momento di commissione della violazione. Si segnala sul punto il recente pronunciamento della sezione regionale della Corte dei conti dell'Umbria che ha condannato gli amministratori del Comune di Terni che attraverso il ricorso allo strumento dei Buoni ordinari comunali hanno finanziato spese correnti per 40 milioni.

<sup>57</sup> Cfr. Corte dei conti, Sezione regionale di controllo per la Lombardia, deliberazione n. 62/2008, pag. 21 e deliberazione n. 63/2008, pag. 21.

positivi per l'ente - al solito, da tali contratti, generati in una fase iniziale del loro svolgimento - vincolandone l'impiego in vista della copertura di eventuali perdite successive.

In linea di massima, la dotazione del fondo potrà così essere utilizzata, nel corso della durata del contratto, nel caso in cui i flussi provochino il versamento di differenziali negativi negli anni successivi alla stipula, rimanendo vincolato fino alla conclusione del contratto. Il fondo quindi, non essendo impegnabile, costituirà una quota dell'avanzo di amministrazione vincolata a presidio di eventuali futuri *netting* negativi.

Infine, si evidenzia che le eventuali spese connesse all'acquisto di diritti o opzioni, come ad esempio l'acquisto di un cap, dovranno essere imputate al Titolo II della spesa quali costi pluriennali da ammortizzare.

In ultimo, si rammenta che la contabilizzazione dei prodotti in derivati in bilancio potrebbe, in futuro, allinearsi ai citati *international public sector accounting standards* (IPSAS), norme relative alla Pubblica Amministrazione ed omologhe agli *international financial reporting standards* dello IAS (IFRS) applicati alle imprese.

## 5. Gli aspetti critici nella gestione del fenomeno dei derivati

A questo punto dell'analisi, è possibile evidenziare quali siano stati le prassi operative che hanno dato luogo ai maggiori problemi di gestione dei contratti derivati.

Una prima pratica che ha dato luogo a particolari criticità è l'*up-front*, fenomeno che in un contratto derivato, può manifestarsi in due circostanze:

1. In occasione di una nuova sottoscrizione è il valore monetario che una delle due parti dovrebbe percepire al fine di riequilibrare le condizioni finanziarie fissate nel contratto. In alcuni casi questo valore viene parzialmente corrisposto da una delle parti e quindi si manifesta monetariamente con un accredito sul conto corrente al momento della stipula.
2. In occasione di una sostituzione/rinegoziazione di un contratto finanziario in derivati, è il valore monetario che una delle due parti percepisce a (parziale) riequilibrio delle condizioni finanziarie fissate nel nuovo contratto destinato ad assorbire le perdite, in termini di *mark to market*, del contratto precedentemente stipulato. Può accadere che lo sbilancio del nuovo contratto sia tale da consentire l'estinzione del contratto precedente ed anche consentire di ottenere un ulteriore reale accredito sul conto corrente<sup>58</sup>.

Nel caso non ci sia alcuna manifestazione monetaria positiva per l'ente, l'*up-front* diviene un costo implicito sostenuto dallo stesso. La Consob, con comunicazione n.9019104 del 02 Marzo

<sup>58</sup> Il *marking-to-market* è un procedimento di controllo del rischio mediante il quale, alla fine di ogni giornata, la clearing house (CC&G) valorizza le posizioni in derivati che risultano ancora aperte, sulla base della quotazione di chiusura del contratto derivato stesso. Con tale procedura, i profitti e le perdite sui contratti derivati sono liquidate giornalmente. Pertanto, la procedura del *marking-to-market* consiste in un calcolo giornaliero dei profitti e delle perdite associati alle posizioni su strumenti derivati aperte dagli operatori. Sulla base di tale procedura, la CC&G effettua una compensazione tra profitti e perdite relativi al conto di ogni partecipante, con corrispondente versamento dei margini. La controparte che ha subito una perdita si vede addebitare tale perdita sul conto aperto presso la CC&G. Questa somma è automaticamente accreditata alla controparte, che ha registrato un profitto. Qualora, nel caso di perdite, l'ammontare scenda al di sotto del margine di mantenimento, la CC&G richiede il reintegro di tale margine (si tratta della somma richiesta dalla Cassa di Compensazione e Garanzia per l'apertura e il mantenimento di posizioni in contratti derivati). A meno che l'operatore non chiuda la propria posizione, profitti e perdite sono potenziali, soggetti alle variazioni delle quotazioni e sono liquidati solo alla scadenza del contratto.

2009 definisce il costo implicito come il valore di smobilizzo dell'investimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato.<sup>59</sup> Ogni operazione in derivati prevede infatti una combinazione di prestazioni sbilanciata a favore della banca (cd. contratti "non par"<sup>60</sup>) in considerazione dei dati di mercato, per cui il valore complessivo del contratto risulta da subito negativo per la Cliente in caso di sottoscrizione, oppure eccede (in negativo) il valore di estinzione dei contratti in quel momento in essere in caso di sostituzione.

E' evidente che qualsiasi incasso *up-front* dovuto a contratti finanziari derivati va configurato come una forma di indebitamento a rischio per gli enti. Se infatti l'operazione sottoscritta fosse adeguata, non ci sarebbe necessità alcuna di renderla squilibrata (costi a parte) solo per ottenere del denaro. La finalità manifesta in questo caso sarebbe quella di assunzione di un rischio, in cambio del suo controvalore finanziario. Ecco perchè si tratterebbe di un finanziamento (ottenimento di risorse finanziarie) a rischio (perchè il suo ripagamento nel tempo potrà risultare superiore o inferiore (o addirittura nullo) rispetto ad una normale operazione di indebitamento in funzione delle dinamiche delle variabili contrattuali.

Altra criticità si rinviene nelle circostanze in cui l'ente ristrutturava il contratto in derivati percependo un *up-front* pari all'1% del nozionale, come previsto dalla legge; l'anomalia risiede nel fatto che la precedente operazione perdeva già il 6% del nozionale e pertanto l'*up-front* reale del nuovo contratto era pari al 7% (trascurando i costi impliciti).

## La ristrutturazione del debito

Molte operazioni in strumenti finanziari derivati consistono nella trasformazione di un debito a tasso fisso (tipicamente contratto con Cassa Depositi e Prestiti) in un debito con tasso fisso inferiore col rischio che lo stesso, in caso di rialzo dei tassi di interesse, diventi a tasso variabile e quindi più oneroso. Trascurando per ora l'aspetto meramente speculativo dell'operazione, si pone un altro problema ovvero il fatto che l'operazione in derivati costituisca una ristrutturazione del precedente debito.

Molte determinate di enti analizzate spiegano il rationale economico e quindi la finalità di queste operazioni parlando espressamente di ristrutturazione del debito preesistente con C.DD.PP..

---

<sup>59</sup> La comunicazione riferisce che: "Si raccomanda così in primo luogo di effettuare la scomposizione (c.d. *unbundling*) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione nel prodotto illiquido, distinguendo *fair value* (con separata indicazione per l'eventuale componente derivativa) e costi anche a manifestazione differita - che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente. A quest'ultimo è fornita indicazione del valore di smobilizzo dell'investimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato".

<sup>60</sup> Una definizione di contratti "non par" è stata fornita dal Direttore Generale della CONSOB, Dr. Massimo Tezzon, durante l'audizione del 30 dicembre 2007 tenuta presso la VI Commissione Finanze del Senato della Repubblica. Nella medesima audizione è stato affermato: "Negli accertamenti si è avuta evidenza che il prezzo dei contratti era spesso particolarmente vantaggioso per le Banche. In sostanza, i derivati erano proposti alla Clientela come contratti alla pari, o cd. Par, mentre in realtà presentavano un valore di mercato negativo per Imprese ed enti locali." Ed inoltre "La corretta valutazione e pricing di questi strumenti richiede sofisticate competenze matematiche e finanziarie tipicamente presenti solo fra il personale degli stessi intermediari".

Tuttavia, se il tema è la ristrutturazione del debito, questa è disciplinata dalla legge finanziaria del 2002<sup>61</sup> che impone che le condizioni di rifinanziamento consentano una riduzione del valore finanziario delle passività a carico degli enti stessi.

Se il preesistente debito ha un valore attuale, e il nuovo debito è costituito dallo stesso debito preesistente oltre al nuovo derivato sottoscritto, avendo quest'ultimo, come visto in precedenza, sin da subito un valore di mercato negativo a causa dei costi impliciti, ne consegue che il valore finanziario della passività a carico dell'ente è aumentata con certezza e quindi l'operazione non è conveniente sotto il profilo finanziario<sup>62</sup>.

### **La variazione dei piani di ammortamento**

Si è detto riguardo alla adeguatezza di un contratto derivato ovvero l'aderenza delle caratteristiche finanziarie di un derivato alle finalità per le quali il derivato è stato posto in essere. Un'altro elemento di criticità, oltre all'improprio utilizzo dell'*up-front* che piega la natura dei derivati (finanziamento) su finalità diverse da quelle per cui gli strumenti sono nati (copertura o speculazione), è la stipula di contratti le cui caratteristiche finanziarie consentono benefici per alcuni limitati periodi, rinviando gli oneri o rischi di pari valore finanziario al futuro.

Un caso paradigmatico diffuso nella pratica è quello di derivati il cui nozionale "lato banca" ha un piano di ammortamento coerente con l'indebitamento sottostante, mentre il piano di ammortamento "lato ente" ha un piano di ammortamento diverso ed inizialmente inferiore a quello "lato banca". Trascurando le condizioni finanziarie, è di immediata percezione che se inizialmente l'onere a carico della banca è funzione di un nozionale più alto (quello che l'ente effettivamente ha in essere sul suo sottostante debito) di quello dell'ente, quest'ultimo possa trarne beneficio.

Il fattore di criticità consiste nel fatto che questo beneficio immediato va a poi ad inasprire le condizioni future, quando i rapporti tra i due nozionali saranno invertiti.

### **L'impatto dei costi nel valore attuale dei derivati**

Il problema dei costi impliciti non risiede nel fatto che esistano o meno, ma nel fatto che sono invisibili ed impliciti nelle condizioni contrattuali. E' del tutto evidente che queste ultime siano esplicite, ma la determinazione del loro reale valore finanziario, quindi dell'efficienza degli stessi derivati, implichi un livello di conoscenze ben superiore anche al bagaglio tecnico della media di operatori del settore.

L'efficienza o meno dei prodotti incide sulla loro efficacia e, per prodotti derivati *OTC* per i quali non esiste un prezzo di mercato, al fine di poterne valutare l'equità, occorre essere in grado di stimarne un valore. Per fare questo occorre non solo aver frequentato corsi di dottorato o almeno di master in matematica o finanza quantitativa, ma soprattutto, aver avuto esperienze nelle sale *trading* delle più rilevanti banche internazionali. A testimonianza di quanto affermato sarà sufficiente avere

---

<sup>61</sup> L.28-12-2001 n.448, Art.41.

<sup>62</sup> Si fa riferimento in questo caso alla interpretazione, nota agli operatori perché di dominio pubblico, della Procura della Repubblica di Milano sulla inclusione dei costi impliciti dovuti ai derivati nel calcolo di convenienza economica.



riguardo della appendice quantitativa dove sono riportati alcuni modelli e procedure numeriche applicabili al fine di ottenere una stima del valore di un derivato.

Come si osserva dalla dottrina specialistica<sup>63</sup>, *i derivati su tassi di interesse sono più difficili da valutare rispetto ai derivati su opzioni e valute. E ciò, in quanto il comportamento probabilistico di un singolo tasso d'interesse è più complesso di quello del prezzo di un'azione o di un tasso di cambio. Inoltre è chiaro che per valutare un insieme di prodotti è necessario sviluppare un modello che descriva il comportamento dell'intera curva dei tassi, le volatilità di diversi punti della curva dei tassi sono diverse. Infine, i tassi di interesse vengono utilizzati sia per definire i valori finali dei derivati sia per attualizzarli.*

Ai fini di una corretta valutazione del contratto occorre pertanto: avere a disposizione dati di mercato quali la curva dei tassi di interesse e la superficie di volatilità di cap/floor<sup>64</sup> e/o delle swaptions<sup>65</sup>. Tali dati sono disponibili solamente con la sottoscrizione di data provider finanziari a pagamento come, ad esempio, *Bloomberg* e *Reuters*. Occorre poi disporre di un modello teorico di mercato che possa descrivere anche la possibile evoluzione della struttura a termine dei tassi di interesse in quanto tale fenomeno può incidere sensibilmente sugli esiti futuri del contratto.

E' necessario poi stimare i parametri del modello teorico di mercato, "calibrandoli" sui dati di mercato disponibili e citati al precedente primo punto, servendosi di procedure numeriche di ottimizzazione.

Infine, occorre replicare su programmi di tipo matematico-finanziario-statistico (es. Matlab) la struttura finanziaria del contratto in questione.

Come pertanto si può intuire, la disponibilità di dati, strumenti e conoscenze matematiche-finanziarie-statistiche quali quelle evidenziate (assolutamente indispensabili ai fini della determinazione del valore dei prodotti derivati strutturati) e la loro possibilità di utilizzo non può essere patrimonio di tutti gli enti sul territorio nazionale, sicuramente non di quelli meno strutturati.

La mancanza di dati e competenze, unita alla opacità dei valori di questi contratti contribuisce, spesso in modo decisivo, a generare situazioni di patologia finanziaria<sup>66</sup>.

## **Il mark to market**

---

<sup>63</sup> Si veda Hull, *Opzioni Future ed Altri Derivati*, pg.530 e seguenti.

<sup>64</sup> Si tratta delle opzioni su tassi di interesse.

<sup>65</sup> Si tratta delle opzioni su swap su tassi di interesse.

<sup>66</sup> Un esempio chiarirà meglio il concetto. Se si sottoscrive un derivato con un costo implicito pari al 3% del nozionale, il mercato dovrà essersi mosso dal suo stato attuale per almeno il 3% del valore prima che lo stesso possa produrre un esito positivo per l'ente. Invece basterà un qualsiasi peggioramento per incrementare la perdita per l'ente a partire da quel - 3%. Banalmente quindi, lo stesso contratto con un costo implicito del 2% risulterà di pari efficacia, ma maggiormente efficiente. Il fatto è che se si conosce quel costo del 3% lo stesso può essere oggetto di negoziazione tra le parti o misura di efficienza tra più proposte da diverse controparti a parità di strutture finanziarie; se quel dato non si conosce, lo si accetta supinamente e si può pensare di sottoscrivere molteplici operazioni nella errata convinzione che non comportino alcun costo. Spesso si rischia, nel caso di più operazioni sottoscritte e rinegoziate, che sia maggiore l'impatto dei costi impliciti sostenuti rispetto agli effetti di mercato. Nella tabella che segue 1 un caso concreto di più sottoscrizioni con dati normalizzati sul valore di liquidazione dei contratti ad una specifica data: in questo caso specifico i costi impliciti hanno rappresentato il 76% del valore di liquidazione dei derivati.

Giova, infine, formulare alcune considerazioni sul *Mark to Market* o valore di liquidazione dei contratti derivati, dianzi descritto (vedi *infra* Par. 5). A prescindere dall'adeguatezza delle operazioni poste in essere, queste modificano le condizioni contrattuali del debito sottostante. Quindi un ente può avere un sottostante debito a tasso variabile che per effetto del derivato è divenuto a tasso fisso. Supponiamo che dalla stipula del derivato si assista ad una forte riduzione dei tassi di interesse; il valore attuale del debito sottostante risulterebbe inferiore, tuttavia il valore di liquidazione del derivato sarà negativo e tale da compensare il minor costo del preesistente debito.

Non pare pertanto possibile ignorare che il valore del debito dell'ente non sia solo quello relativo al debito, ma del debito sommato al valore liquidativo del derivato (e quindi, in questo caso, maggiore). Il derivato non può pertanto essere scisso dal debito cui è correlato e non può essere trascurato nell'ambito della valorizzazione di quel debito.

Se è quindi vero che i derivati non costituiscono nuovo debito (almeno quelli che non nascono con quella finalità come visto in precedenza in relazione agli *up-front*), è vero che la loro valorizzazione ed esplicitazione è un esercizio utile e di trasparenza nel caso si voglia determinare la reale consistenza del valore attuale dei debiti degli enti.

## 6. Considerazioni conclusive e prospettive

Volendo analizzare il fenomeno in generale, si può affermare che agli inizi degli anni 2000 la notevole crescita di sottoscrizioni di contratti in derivati è stato favorito dalla discesa dei tassi di interesse e dalla novità dello strumento finanziario che ancora non aveva messo in mostra tutte le sue caratteristiche (soprattutto quelle negative).

La strutturazione di tali contratti spesso garantisce in genere nei primi anni dei flussi positivi per l'ente che, accompagnati dall'attribuzione di un *up-front*, ossia una immediata liquidità, rendono molto appetibile la loro sottoscrizione. Tale circostanza, come evidenziato anche dall'ISAE<sup>67</sup>, ha creato uno sbilanciamento della funzione obiettivo degli amministratori locali verso il breve periodo a scapito degli effetti di medio-lungo periodo.

Successivamente però, nel medio lungo termine, per effetto dell'avverso andamento dei tassi di interesse, le condizioni possono divenire meno favorevoli e l'ente può trovarsi a pagare dei flussi negativi all'intermediario finanziario.

Di fronte a una aspettativa non certo positiva, l'ente ha la possibilità di recedere dal contratto, ma una tale opzione ha un costo elevato e quindi l'unica alternativa sembra quella di addivenire ad un accordo con la banca controparte e scongiurare in questo modo un rischio di *default* nel medio lungo termine qualora le condizioni di mercato dovessero evolvere sfavorevolmente per l'ente.

Come anticipato, la legge finanziaria per il 2009, pur confermando il divieto di stipula di nuovi contratti, ha previsto la possibilità, non contemplata dalla precedente disciplina, di ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività alla quale il medesimo

---

<sup>67</sup> Cfr. Rapporto ISAE, *Finanza pubblica e istituzioni*, maggio 2008, pag. 10. L'ISAE inoltre afferma che questa sorta di miopia che ha colpito gli amministratori locali deriva anche dalle difficoltà tecniche di percepire le effettive conseguenze del contratto stipulato al di là dell'immediato.

contratto è riferito, con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di ricopertura.

Tale soluzione, in sostanza, attribuisce oggi agli enti territoriali una nuova facoltà ovvero quella di ridurre l'esposizione al rischio di tasso di interesse e, dunque, le perdite potenziali sulle posizioni in essere attraverso la rinegoziazione dei contratti.

Come ha recentemente sottolineato la Consob<sup>68</sup> peraltro, in questo momento storico, in cui i tassi di interesse hanno subito una forte riduzione ed in cui vi è stato un contestuale aumento della volatilità della curva dei tassi, la facoltà di rinegoziazione dei contratti va valutata con particolare attenzione dagli enti territoriali al fine di ridurre le eventuali perdite potenziali relative ai contratti stessi.

Tale scelta, in ogni caso, pone ulteriori profili di rischio per gli enti territoriali. Come ha avuto modo di sottolineare in più occasioni la Corte dei Conti<sup>69</sup>, infatti, uno dei momenti di maggior criticità nell'utilizzo di strumenti finanziari è senza alcun dubbio costituito dalla fase di rinegoziazione, sia per quanto concerne l'accentuazione del rischio nel contratto rimodulato sia per quanto attiene all'applicazione delle cc.dd. commissioni implicite da parte degli intermediari negoziatori.

Non si dimentichi infatti che, secondo quanto affermato dalla letteratura specialistica<sup>70</sup>, la rinegoziazione di un contratto derivato assume necessariamente finalità speculativa, in quanto posticipa la sopportazione di una perdita confidando in eventi futuri che in qualche modo possano neutralizzarla o ridurla. Il contratto rinegoziato, pertanto, ha quindi la funzione di finanziare la perdita del primo contratto che la sua chiusura anticipata ha definitivamente consolidato.

Ad avviso di chi scrive potrebbe essere pertanto valutata l'opportunità, *de jure condendo*, di prevedere la facoltà per gli enti territoriali di risolvere i contratti in essere laddove gli stessi si siano rivelati incoerenti rispetto ai criteri previsti dalla legge o comunque di natura meramente speculativa. Una delle conclusioni più rilevanti dell'esperienza applicativa citata in premessa al presente lavoro è infatti costituita dall'importanza dei supporti di analisi statistico-quantitativa al fine di poter offrire massima efficacia ed il necessario completamento alle azioni di verifica in ogni sede. E' di tutta evidenza, infatti, che le capacità di "ingegnerizzazione" dei prodotti possano superare anche severe barriere e limiti via via imposti dal Legislatore.

Ulteriore aspetto rilevante è la circostanza che la disciplina relativa agli strumenti finanziari derivati non contiene specifiche indicazioni circa gli organi dell'ente che debbono procedere alla stipula e conclusione del contratto, aspetto sul quale potrebbe essere opportuno un intervento normativo esplicito.

La competenza quindi può essere tratta dalla norme del TUEL che indica per ciascun organo le diverse funzioni e attività<sup>71</sup>. Per tale motivo, la particolare complessità di questo tipo di strumenti finanziari dovrebbe consigliare l'ente a disciplinare mediante il regolamento di contabilità le competenze di ogni organo coinvolto nell'operazione.

<sup>68</sup> Direttore Generale della Consob Dott. Rosati nell'audizione del 18 marzo u.s.

<sup>69</sup> Da ultimo nell'audizione presso la 6<sup>a</sup> Commissione permanente del Senato della Repubblica nell'ambito della Indagine Conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni del 18 febbraio 2009.

<sup>70</sup> M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fallimentari*, in Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali, 2005, pp. 345 ss.

<sup>71</sup> Le competenze del Consiglio sono previste all'articolo 42 del TUEL, mentre quelle della Giunta sono indicate all'articolo 48 del TUEL, mentre le competenze e responsabilità della dirigenza sono indicate all'articolo 107 del TUEL.

Organo principale è indubbiamente il Consiglio comunale, massimo organo rappresentativo, di indirizzo e controllo, della popolazione di riferimento e l'unico in grado di poter valutare l'opportunità e la convenienza di impegnare l'ente nel medio lungo termine comprese le relative risorse finanziarie. Infatti, tale organo è deputato, in generale, ad impegnare e vincolare l'utilizzo di risorse finanziarie per più esercizi, ad approvare i bilanci annuali e pluriennali e gli altri programmi finanziari dell'ente, a deliberare circa la contrazione dei mutui non contenuti in atti fondamentali già deliberati dal Consiglio stesso<sup>72</sup>.

Alla funzione di indirizzo del Consiglio dovrebbe seguire l'attività più analitica della Giunta (sia sotto forma di proposta al Consiglio che in esecuzione di uno specifico indirizzo del Consiglio stesso) in ordine agli indirizzi operativi che dovrà seguire il dirigente responsabile per la conclusione dell'operazione.

Attese le caratteristiche della materia e degli strumenti finanziari in esame sembra plausibile che il dirigente responsabile deputato a concludere l'operazione sia quello dei servizi finanziari.

Successivamente, le eventuali modifiche o ristrutturazioni che dovessero intervenire sul contratto originario dovrebbero coinvolgere gli organi in base alle proprie rispettive competenze. Così il dirigente responsabile potrà operare senza il coinvolgimento del Consiglio e/o della Giunta solo in caso di modifiche che non comportano un cambiamento sostanziale dell'operazione.

In presenza, invece, di modifiche sostanziali che, ad esempio, incidono sui tassi o sul periodo considerato o sugli obblighi a carico dell'ente, il responsabile del servizio potrà procedere solo dopo aver ricevuto la relativa autorizzazione da parte del Consiglio e/o dalla Giunta, a seconda dei casi.

A tal proposito, si rammenti quanto affermato dalla più recente giurisprudenza contabile secondo cui l'esplicito vincolo finalistico previsto dalla normativa di settore non può che condizionare, tanto nella fase genetica quanto in quella funzionale, lo stesso elemento causale, inficiando la validità del negozio laddove siano perseguite finalità diverse da quelle di mera copertura<sup>73</sup>.

Con riferimento alla cc.dd. "commissioni implicite" giova segnalare come la legge finanziaria per il 2009 abbia inserito l'obbligo di indicare nei contratti relativi a strumenti finanziari derivati informazioni concernenti i costi, anche impliciti, delle operazioni e i rischi ad esse relativi<sup>74</sup>.

---

<sup>72</sup> Peraltro, secondo un recente indirizzo della Corte dei conti, il Consiglio non dovrebbe limitarsi ad autorizzare l'operazione ma dovrebbe prevedere i principali obblighi e vincoli finanziari che l'ente intende assumere. Cfr. Corte dei conti, Sezione regionale di controllo per la Lombardia, deliberazione n. 52/2008, pag. 22.

<sup>73</sup> Testualmente: "il collegamento funzionale con il sottostante in quanto espressamente previsto dalla legge o in quanto connotato con la natura degli enti pubblici, entra nella causa giuridica del negozio, poiché elemento oggettivo dello stesso previsto dalla legge. Ne consegue che per detti enti la mancata funzionalizzazione del contratto all'andamento dei rischi connessi all'indebitamento dell'ente si riflette sulla causa genetica dei contratti di swap di tasso di interesse, facendola venire meno". Cfr. Corte dei Conti Sez. regionale di controllo per la Lombardia, Delibera n. 596/2007 del 26/10/2007, Corte dei Conti, Sez. riunite di controllo del 18.02.2009.

<sup>74</sup> Si segnalano le considerazioni di recente proposte dal Direttore Generale della Consob Dott. Rosati secondo cui "i tempi siano maturi per introdurre regole e soluzioni metodologiche che consentano all'ente territoriale, in prima battuta, e agli Organi di controllo, in sede di successiva verifica, di trovare con immediatezza nel contratto (e solo nel contratto) tutte quelle informazioni necessarie e sufficienti a farne comprendere la legittimità giuridica, la convenienza economica oltre che la correttezza del comportamento dell'intermediario che lo propone; informazioni che dovranno essere rese secondo una terminologia chiara, uniforme, generalmente condivisa e capace di individuare con semplicità ed oggettività i profili di rischio e onerosità del contratto".

Per il futuro, non ci si può esimere dal sottolineare come di fondamentale importanza appaia il concentrare gli sforzi al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi a tali strumenti finanziari<sup>75</sup>. In tale direttrice si pone senz'altro anche la previsione, introdotta dalla finanziaria 2009, in forza della quale le informazioni contrattuali dovranno essere rese in lingua italiana.

---

<sup>75</sup> A tal riguardo si rimanda a quanto recentemente sottolineato dalla Consob nel documento di consultazione dal titolo "Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza in sede di distribuzione di strumenti finanziari illiquidi" del 26 maggio 2008 e alla successiva comunicazione del 2 marzo 2009.