

**VI Commissione “Finanze e Tesoro” del Senato
della Repubblica**

Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli
strumenti di finanza derivata e delle
cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni

1 aprile 2009

Audizione del Direttore Centrale Area Corporate dell'ABI
Dott. Domenico Santececca

Indice

<i>Premessa</i>	<i>pag. 3</i>
1. Derivati e " <i>Derivati</i> ad enti territoriali"	<i>pag. 8</i>
2. <i>Derivati</i> e qualifica dell'operatore	<i>pag. 14</i>
3. <i>Derivati</i> e rischi	<i>pag. 19</i>
4. <i>Derivati</i> e debito	<i>pag. 25</i>
5. <i>Derivati</i> e speculazione	<i>pag. 29</i>
6. <i>Derivati</i> e incidenza sulle generazioni future	<i>pag. 31</i>
7. Strutture consentite agli enti	<i>pag. 33</i>
8. <i>Derivati</i> e differenziali	<i>pag. 36</i>
9. Intermediari e commissioni	<i>pag. 39</i>
10. <i>Derivati</i> e "prezzo equo"	<i>pag. 42</i>
11. <i>Mark to market</i> : valenza e significato	<i>pag. 45</i>
12. <i>Up front</i> : limiti e condizioni	<i>pag. 49</i>
13. Regime di blocco: valutazioni	<i>pag. 53</i>
14. Iniziative Abi: i Criteri guida	<i>pag. 55</i>
Appendice 1 – Esempi di operazioni consentite	<i>pag. 59</i>
Appendice 2 – Il debito degli enti territoriali	<i>pag. 67</i>

Signor Presidente, Onorevoli Senatori,

è con vivo piacere che prendo parte - a nome dell'Associazione Bancaria Italiana – a questa indagine conoscitiva sull'**utilizzo degli strumenti di finanza derivata** da parte degli enti territoriali italiani.

L'occasione è preziosa: il tema posto al centro di questa tornata di incontri è infatti oggetto di un dibattito che, pur se annoso, resta a nostro parere confuso ed infecondo.

Abbiamo seguito con molta attenzione gli interventi che si sono qui succeduti nelle passate settimane. Molti sono stati gli stimoli offerti e gli approfondimenti condotti, ma crediamo che essi non siano stati ancora completamente valorizzati. Abbiamo ritenuto, in particolare, esaustivo e ben impostato il contributo del Ministero dell'Economia e delle Finanze; in sostanza, a quanto in esso riportato non vi sarebbe alcunché da aggiungere. E tuttavia, abbiamo dovuto constatare che anche dopo quell'intervento completo e per tanti aspetti chiarificatore, sono tornate ad echeggiare, presso varie sedi, argomentazioni prive di fondamento (il debito creato dai derivati, ecc.).

Come già autorevolmente sostenuto dall'On. Vegas, l'utilizzo di strumenti derivati da parte di enti territoriali italiani è stato oggetto di un'attenzione da parte della pubblica opinione superiore a quanto avrebbe effettivamente meritato.

L'attenzione dedicata al tema è parsa alimentata, oltre che da una oggettiva complessità del tema stesso - di per sé, però, tutt'altro che insuperabile - anche da una serie di interpretazioni e "suggerzioni" non sempre corrette; da un difetto di conoscenza e quasi da una propensione a voler individuare nell'operatore bancario e nell'amministratore locale il *colpevole tout court*, indipendentemente dalla realtà dei fatti.

Dopo un approfondito dibattito con i principali rappresentanti dell'industria bancaria, l'Associazione ha pertanto concepito questo documento come un supporto informativo che si spera utile a riportare il pubblico dibattito sul terreno della concretezza nonché della corrispondenza con lo svolgersi effettivo dei fatti, tenuto conto del contesto normativo di riferimento.

Abbiamo dunque ritenuto opportuno fornire in questo contesto un punto di vista puntuale e motivato sulle principali questioni che il tema dell'indagine pone, piuttosto che consegnare una ricapitolazione di norme, leggi e dati statistici¹, già ampiamente noti. D'altra parte l'Associazione ha già avuto modo di fornire il proprio contributo al dibattito in materia presentando articolate relazioni nel corso di due precedenti Audizioni, l'ultima tenutasi nel novembre del 2007.

Nel presente documento troverete pertanto una serie di capitoli che hanno come dichiarato intento quello di rispondere in maniera chiara e sintetica ai principali dubbi che l'uso dei derivati da parte degli enti territoriali italiani ha sollevato presso numerose Istituzioni che a vario titolo se ne sono occupate.

Naturalmente, gli uffici dell'Associazione restano disponibili a fornire al Parlamento, al Governo, alle Istituzioni di controllo, agli enti territoriali, ai media, alla pubblica opinione tutte le informazioni necessarie ad una migliore comprensione del fenomeno e delle sue implicazioni, in un'ottica aperta al confronto tra diversi punti di vista.

Tale confronto, per essere utile al Legislatore ed alle Istituzioni, deve necessariamente basarsi su dati verificabili e soprattutto **non può ammettere alcuna incomprensione o omissione degli aspetti tecnici**

¹ Per quanto riguarda gli aspetti quantitativi del fenomeno, si richiamano i dati forniti recentemente dal MEF ed aggiornati su rilevazioni effettuate a fine dicembre 2008: circa **600 enti territoriali** hanno in essere operazioni derivate per un totale di circa **1000 contratti**; il loro nozionale complessivo è di circa **35,5 miliardi**. L'80 per cento circa dell'operatività riguarda i comuni non capoluogo; dal punto di vista degli importi nozionali, il fenomeno riguarda quasi per l'80 per cento le regioni (50 per cento circa) ed i comuni capoluogo. Quasi il 60 per cento del nozionale complessivo oggetto di operazioni derivate è stato stipulato con controparti estere.

e di mercato, rischiando di tramutarsi in sterile disputa “ideologica e politica” a discapito degli operatori e degli amministratori locali.

Lo scopo di questo documento è dunque quello di fornire informazioni che siano di ausilio per chiarire se esista o meno per gli enti territoriali un rischio specifico connesso all'uso di prodotti derivati. Si è pertanto seguito un indice che intende ripercorrere motivazioni, finalità e tecnicità dell'uso di strumenti derivati da parte di enti territoriali e che passa in rassegna le principali questioni sulle quali si è rilevata nel pubblico dibattito una percezione non sempre corretta, tentando di fornire alcuni ragguagli utili ad una migliore comprensione del fenomeno in attesa dell'auspicata ripresa dell'operatività.

Per ogni area di argomenti sono quindi riportate alcune indicazioni sintetiche iniziali seguite da un testo analitico a supporto. Il documento è, infine corredato da due Appendici, l'una recante esemplificazioni operative, l'altra, una descrizione quali-quantitativa del *Debito degli enti territoriali*. L'inserimento di quest'ultimo elemento, sul quale teniamo a porre l'accento, ci è sembrato di estrema importanza in quanto l'analisi del fenomeno *derivati enti territoriali italiani* è inscindibile dalla corretta individuazione e comprensione del fenomeno, fisiologico, del *debito a medio lungo termine* degli stessi soggetti, elemento costituente il sottostante cui deve necessariamente riconnettersi l'operatività in derivati, non speculativa, degli enti territoriali italiani.

* * * * *

Sul tema della **Cartolarizzazione**, altro argomento oggetto di questa Audizione, faccio presente che non sembrano emergere, per il settore bancario, particolari questioni da evidenziare.

Di seguito, pertanto solo brevi osservazioni, che abbiamo ritenuto di collocare nell'ambito della presente premessa.

Nell'ultimo decennio, le amministrazioni pubbliche hanno realizzato operazioni di cartolarizzazione (di attivi creditizi e immobiliari) per oltre 27 miliardi di euro, anche grazie all'emanazione di specifiche normative agevolative rispetto alla disciplina generale dettata dalla legge n. 130 del 1999. L'obiettivo è stato sostanzialmente quello di gestire in maniera proattiva *asset* finanziari per disporre di nuove risorse.

Le banche – nella maggior parte dei casi banche estere - hanno supportato le amministrazioni pubbliche nella strutturazione di queste operazioni secondo i principi normalmente utilizzati per questa tipologia di transazioni, con l'obiettivo di realizzare le finalità del soggetto pubblico che possono essere diverse, ovvero di natura economica, organizzativa e, nel caso specifico, anche politica. A questo ultimo riguardo – ferme restando le regole contabili di *Eurostat* per l'esclusione degli attivi cartolarizzati dal perimetro del debito pubblico – la possibilità di rendere immediatamente liquidi attivi immobilizzati sul bilancio, consente di avviare nuove iniziative di investimento d'interesse per la collettività.

Un giudizio sui risultati ottenuti non può essere pertanto dato senza considerare gli obiettivi perseguiti, focalizzando l'attenzione esclusivamente sugli aspetti economici e prendendo quale unico parametro di riferimento il ricavo netto dell'operazione.

Con riferimento a tale ultima questione (ricavo netto dell'operazione), occorre peraltro considerare che, in particolare per le cartolarizzazioni immobiliari, hanno inciso in maniera determinante le modifiche normative che hanno prima prodotto un blocco della vendita degli immobili e poi una perdita di valore. Nel frattempo è maturata la crisi del mercato immobiliare con la conseguenza di un ulteriore rallentamento del processo di vendita degli immobili stessi e quindi l'impossibilità di rispettare il piano economico-finanziario originariamente impostato.

In sé la cartolarizzazione è uno strumento utile per banche, imprese e pubblica amministrazione. Eventuali problemi che possono essere emersi in questo tipo di operazioni non vanno imputati alle banche che hanno strutturato le operazioni; dipendono semmai dall'uso che di tale strumento si fa e dalla scelta degli obiettivi da privilegiare.

Sullo sfondo, resta la questione fondamentale che la corretta *performance* dell'operazione richiede un quadro normativo e regolamentare stabile poiché eventuali variazioni di quest'ultimo, potendo impattare sui flussi di cassa generati e dunque sulla capacità di rimborso dei titoli emessi, determinano effetti anche significativi sulla *performance* attesa.

1. Derivati e “*Derivati* ad enti territoriali”

- I contratti derivati, in generale, sono strumenti finanziari tipologicamente molto variegati ed in continua evoluzione; essi possono avere finalità di copertura da un determinato rischio o finalità di pura speculazione; il loro valore dipende o è determinato dal valore, o dal cambiamento di valore, di una determinata attività sottostante, nonché da altre variabili, la cui rilevanza e influenza cambia a seconda della struttura e della complessità dei contratti
- I derivati utilizzati dagli enti territoriali sono invece strumenti che modificano il tasso d'interesse di un debito preesistente, analoghi ad altri strumenti di tasso d'interesse quali i mutui e le obbligazioni (*bond*). Rispetto a questi ultimi, la loro principale caratteristica consiste nel “derivare” dagli stessi - che ne diventano i debiti “sottostanti” - modificandone le caratteristiche di tasso d'interesse.
- L'uso degli strumenti derivati da parte degli enti territoriali riveste caratteristiche del tutto peculiari essendo disciplinato, a partire già dal 2001, da stringente normativa speciale che – all'interno di una serie di possibilità tutte predefinite dalle norme e tutte legittimamente utilizzabili – consente di modificare la tipologia di tasso di interesse che regola l'operazione di debito sottostante
- La regolamentazione italiana è molto puntuale rispetto a quella di altri Paesi europei (escluso il Regno Unito nel quale i derivati agli enti territoriali sono vietati in quanto manca il principio costituzionale di autonomia finanziaria degli enti territoriali stessi)
- I derivati ad enti territoriali, ai sensi di legge, sono da usare unicamente per la gestione attiva del debito in alternativa ad altre tipologie di operazioni, quali le rinegoziazioni e le estinzioni anticipate con utilizzo di fonti “interne” o di somme rivenienti da nuovi mutui o prestiti

L'innovazione finanziaria negli ultimi decenni ha prodotto tipologie di strumenti derivati con livelli di complessità e caratteristiche strutturali diverse tra loro. Quando si parla di strumenti derivati in generale, quindi, ci si riferisce ad un insieme molto eterogeneo di strumenti con caratteristiche e meccanismi di funzionamento differenti. **Tale affermazione NON è riferibile all'operatività in derivati da parte degli enti territoriali, soggetta per norme di legge ad una netta tipizzazione.** In particolare, alcune strutture complesse sulle quali negli ultimi tempi si è ampiamente discusso (quali, ad esempio, quelle recanti "effetto leva" o moltiplicatori di parametri finanziari), NON riguardano l'uso di tali strumenti da parte degli enti territoriali.

In Italia infatti, differentemente da altri Paesi europei ed escludendo l'Inghilterra (ove una impostazione di finanza locale di tipo centralistico ha portato al divieto operativo), esiste una ampia regolamentazione dettata da esigenze di massima prudenza.

Il Legislatore, infatti, prendendo atto del processo evolutivo in atto presso le amministrazioni locali e della necessità che queste avvertivano di poter adottare una gestione attiva del debito², ha recepito le nuove esigenze ed ha dettagliatamente disciplinato la fattispecie in puntuali norme di finanza locale corredate di decreti attuativi e numerose circolari ministeriali esplicative (**ben otto interventi dal 2001 al 2008**). Obiettivo di tutto ciò, introdurre una serie di regole e condizioni volte a garantire uniformità e cautela nell'operato di enti svolgenti funzioni per la collettività.

²In merito alla necessità di gestione attiva del debito la Corte dei Conti, nella sua Relazione sulla gestione finanziaria delle Regioni 2006-2007, ha "ricordato come, sin dai primi anni 2000, l'ingresso dell'Italia nell'area della moneta unica abbia comportato una riduzione significativa dei tassi d'interesse di cui le Amministrazioni locali, per lo più indebitate a tasso fisso, non avrebbero potuto beneficiare se non attraverso una rinegoziazione del debito, non sempre possibile e per giunta costosa, in alternativa alla quale **il ricorso ai derivati ha rappresentato una conveniente soluzione**".

Nel dettaglio – escludendo l'ultimo provvedimento recante il blocco dell'operatività, del quale si tratterà in seguito specificatamente – il primo intervento di base (e di sicuro fondamento di legittimità nell'utilizzo degli strumenti derivati) è l'**art. 41 della legge finanziaria per l'anno 2002 ([1] Legge 28 dicembre 2001, n. 448)** il quale ha demandato ad un apposito decreto ministeriale la regolamentazione in materia di utilizzo degli strumenti derivati da parte di enti territoriali. Il citato art. 41 è stato oggetto di una modifica integrativa nell'ambito della legge finanziaria per l'anno 2007 (cfr. **[2] art. 1, comma 737 della Legge 27 dicembre 2006, n. 296**). In particolare, è stato previsto che, a partire dal 1° gennaio 2007, i contratti relativi ad operazioni in strumenti derivati, prima della loro sottoscrizione, siano trasmessi ai competenti uffici del Ministero dell'Economia e delle Finanze. Tale incombenza (da effettuarsi secondo le indicazioni ministeriali fornite con **[3] Circolare ministeriale 31 gennaio 2007**), assurge ad *elemento costitutivo dell'efficacia* dei contratti.

E' poi intervenuta la legge finanziaria per l'anno 2008 (cfr. **[4] art. 1, commi da 381 a 384, della Legge 24 dicembre 2007, n. 244**) che ha evidenziato il principio della "trasparenza" dei contratti derivati sottoscritti da Regioni ed Enti locali, prevedendo, tramite apposito rinvio a normativa di attuazione, taluni obblighi in ordine ai contenuti contrattuali e con riguardo ai criteri di redazione degli stessi. Nello stesso contesto si è inserito il principio della "consapevolezza" degli enti sottoscrittori i quali devono attestare espressamente di avere preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche delle operazioni. Infine e anche in questo caso, si è previsto che il rispetto dei nuovi obblighi assuma la valenza di *elemento costitutivo dell'efficacia* dei contratti.

In attuazione della delega contenuta nell'art. 41 della Legge n. 448/2001, è stato emanato il **[5] Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze 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, ai sensi dell'art. 41, comma 1, della legge 28 dicembre 2001, n. 448". Con tale provvedimento, oltre ad obblighi informativi al MEF circa le operazioni poste in essere, sono stati forniti elementi puntuali circa le strutture consentite, ponendo un preciso limite operativo e vietando l'introduzione di nuove tipologie via via rivenienti dalla generale evoluzione degli strumenti derivati.

Occorre poi tener conto della **[6] Circolare Ministeriale 27 maggio 2004**, con la quale il Ministero competente ha inteso chiarire alcuni aspetti interpretativi necessari per una corretta applicazione delle norme contenute nel suddetto regolamento.

Infine, con la **[7] Circolare Ministeriale del 22 giugno 2007**, il MEF ha ribadito (lo aveva già fatto la Corte dei conti nell'Audizione parlamentare del novembre 2004) l'identificazione degli strumenti finanziari in questione quali meri strumenti di gestione del debito, non configurabili come operazioni di indebitamento (principio questo confermato per legge nell'ambito della normativa recante l'attuale blocco dell'operatività).

Con riguardo al contenuto, la normativa sopra delineata si riferisce dunque a tutta una serie di profili che fanno dello strumento finanziario "derivati agli enti territoriali" una materia nettamente distinta da quella dei "derivati" in generale.

Sono regolamentati i presupposti informativi, le finalità consentite, i contenuti ed elementi delle operazioni, i controlli degli organi preposti nonché tutta una serie di altri profili connessi collegati o conseguenti alle operazioni stesse. Ne emerge una operatività che, per come è delineata, non può avere finalità speculative (peraltro, come meglio specificato in seguito) il principio è sancito espressamente e le operazioni possono essere effettuate *esclusivamente in corrispondenza di passività effettivamente dovute*).

Il legislatore, inoltre, sempre tenendo conto della natura pubblica del soggetto, ha ritenuto di obbligare gli enti alla conclusione dei contratti “con intermediari contraddistinti da adeguato merito di credito, così come certificato da agenzie di rating riconosciute a livello internazionale”.

Tenuto conto di quanto sopra, all’operatore bancario è apparso subito evidente che un corretto approccio alla materia avrebbe comportato una attenzione particolare, oltre che alle norme di carattere generale relative all’operatività bancaria, anche alle disposizioni di finanza locale da applicarsi in relazione al connotato pubblico del soggetto interessato. Tra queste ultime, sia quelle specifiche sui derivati, sia quelle di finanza locale e di contabilità pubblica, richiamate o collegate in modo diretto o indiretto alla specifica operatività rivolta alla clientela pubblica.

Dunque – e come ampiamente sottolineato nelle audizioni della Corte dei conti e del MEF - **un quadro normativo articolato che comporta specifici limiti e condizioni all’operatività in derivati e che pone innanzitutto un principio base fondamentale: i derivati sono da usare unicamente per la gestione attiva del debito in alternativa ad altre metodologie**, anch’esse previste e disciplinate dalla legge, e tenendo conto dei principi costituzionali che regolano l’autonomia finanziaria degli enti ed i limiti di indebitamento.

Nell’ambito, dunque, di talune alternative operative la funzione preposta dell’ente ha modo di attuare le proprie strategie di gestione, optando per le soluzioni di volta in volta più idonee a realizzare gli obiettivi perseguiti; più in dettaglio, oltre ai derivati e al ricorso ad operazioni di rinegoziazione dei mutui senza novazione soggettiva, rileva la possibilità di procedere all’estinzione anticipata delle operazioni in essere utilizzando le somme rivenienti dall’accensione di nuove operazioni.

In questo contesto, il ricorso a strumenti derivati permette in qualunque momento di mutare il profilo finanziario dell’indebitamento spostandosi da

tasso fisso a variabile o viceversa nonché di posizionarsi su combinazioni intermedie fra i due nell'ambito delle predette tipologie predeterminate, dettate dalla puntuale normativa italiana. **Il vantaggio principale degli strumenti in discorso è il loro elevato grado di snellezza operativa, senza necessità di interventi modificativi dei contratti di finanziamento originari e senza incidere sulla durata dell'indebitamento.**

2. Derivati e qualifica dell'operatore

E' diffusa l'opinione che le banche non abbiano fornito un'adeguata informativa sul prodotto agli enti territoriali, in molti casi addirittura "estorcendo" agli stessi la prescritta dichiarazione di operatore qualificato

- La normativa MiFID – in luogo della previgente bipartizione tra operatori qualificati ed investitori non qualificati - introduce una "tripartizione" della clientela distinguendo tra controparti qualificate, operatori professionali e clienti *retail*
- Diversamente dal passato, la normativa di recepimento della MIFID è orientata, con talune eccezioni, a considerare, a monte, l'ente pubblico quale cliente *retail*
- In regime ante MiFID, le banche italiane di propria iniziativa e indipendentemente dalla qualifica dell'ente hanno fornito autonomamente e in via generalizzata un grado di tutela elevato mettendo a disposizione degli enti territoriali gli elementi di conoscenza necessari alla valutazione del prodotto

La **MiFID** (Direttiva n. 2004/39/CE, relativa ai mercati degli strumenti finanziari - *Markets in Financial Instruments Directive*), differentemente dalla previgente regolamentazione in tema di prestazione dei servizi di investimento, **riserva una specifica attenzione alla tematica della classificazione dei soggetti pubblici**, superando tendenzialmente le incertezze interpretative fin qui riscontrate nell'importante aspetto della classificazione dell'operatore/ente pubblico.

Infatti, la Direttiva, in accoglimento dell'esigenza avvertita dal mercato, menziona espressamente la clientela avente il connotato pubblico ed il decreto di recepimento nel nostro Paese (Decreto Legislativo 17 settembre 2007, n. 164) demanda la materia ad una specifica normativa regolamentare a cura del MEF. Ai fini di detta regolamentazione, assume un rilievo importante il nuovo criterio di classificazione previsto dalla MiFID in base al quale, in luogo della tradizionale bipartizione tra operatori qualificati e operatori retail, si introduce una **tripartizione, distinguendo tra qualificati, professionali e clienti retail**, con una maggiore gradazione, quindi, degli obblighi e dei profili di tutela per le diverse categorie di investitori. E' evidente che quest'ultimo elemento agevola l'inquadramento delle controparti pubbliche, consentendo maggiori possibilità di contemperare l'esigenza, oggettiva, di snellezza dell'operazione con quella, soggettiva, di idonea tutela del cliente.

Deve purtroppo rilevarsi che l'assetto normativo delineato dalla MiFID non è ancora completo e ottimale; manca, infatti, il decreto attuativo del MEF che, come detto, dovrà indicare i criteri per l'individuazione dei soggetti pubblici classificabili come operatori professionali (la bozza di decreto ministeriale, opportunamente posta in consultazione dai competenti Uffici del MEF a settembre del 2007, non ha ancora trovato uno sbocco ufficiale). Nell'attuale situazione, solo le Regioni – per espressa menzione nella normativa primaria - sono classificate come clientela professionale di diritto.

La **MiFID**, come ha avuto modo di ribadire nella sua Audizione il MEF nella persona dell'On. Vegas, innova in modo sostanziale la previgente situazione. Pone, infatti, **in capo all'intermediario l'onere di valutare** le conoscenze e le esperienze del cliente nonché la sua capacità di comprendere i rischi qualora questi richieda di essere trattato come investitore professionale: **nel vecchio regime era sufficiente una dichiarazione del cliente** di essere in possesso di specifiche competenze ed esperienze per superare ogni obbligo di valutazione da parte dell'intermediario basata su elementi oggettivi.

Con riferimento all'operatività in derivati attuata in previgenza della MIFID, **occorre sottolineare che le banche italiane di propria iniziativa, anche in assenza di indicazioni normative specifiche sull'operatore pubblico e indipendentemente dalla qualifica attribuita all'ente, hanno fornito in via generalizzata un grado di tutela elevato** mettendo a disposizione gli elementi di conoscenza necessari alla valutazione dei prodotti derivati e cercando di contemperare la prestazione professionale dei servizi di investimento resi con la natura e i fini dell'ente.

In particolare, con riferimento alla disposizione che prevedeva l'autocertificazione di operatore qualificato, nonostante la disposizione non richiedesse all'intermediario un ruolo "attivo" al momento del rilascio della dichiarazione, l'intermediario, nel suo rapporto con il cliente (e, quindi, anche nel momento di acquisizione della dichiarazione in esame) era comunque tenuto al rispetto dei principi di diligenza e correttezza ai sensi dell'art. 21 TUF. Ferma restando dunque la facoltà degli enti di considerarsi operatori qualificati – *questa era la norma* – e di dichiarare tale *status*, la generalità degli operatori, pur in assenza di obblighi normativi, ha assunto un atteggiamento proattivo fornendo all'ente le informazioni in ordine ai requisiti necessari (o consigliati) per essere considerato operatore

qualificato nonché quelle inerenti le conseguenze pratiche dell'una e dell'altra qualifica.

In ogni caso, dunque, il settore ha posto in evidenza la necessità di accorgimenti specifici per le operazioni effettuate dagli enti territoriali, **pervenendo sostanzialmente ad un trattamento di uguale tutela indipendentemente dalla specifica classificazione.**

In altre parole: **in assenza di una adeguata normativa che tenesse conto delle concrete esigenze e delle peculiarità degli enti pubblici, l'intermediario operante nel comparto della pubblica amministrazione ha in via generalizzata fornito una compiuta informativa (*informativa di base*) a tutti gli enti, e ciò a prescindere dalla loro classificazione (retail o qualificata).**

Per *informativa di base*, nelle varie fasi dell'operatività, si è inteso, in via esemplificativa e non esaustiva, quanto segue: *analisi delle caratteristiche della struttura* di debito dell'ente e della struttura di derivati su di essa configurabile, sulla base delle indicazioni fornite dall'ente e delle esigenze dallo stesso rappresentate; *illustrazione delle operazioni proposte* evidenziando in modo distinto gli effetti diretti delle stesse e l'effetto complessivo stimato al momento sulla passività cui vengono riferite; *ogni altra utile informazione "di base"*, relativa, cioè, alle domande più frequenti che caratterizzano l'approccio a tali operazioni da parte dei soggetti interessati.

L'approccio di cui sopra, adottato in un contesto normativo ante MiFID, ha anticipato principi alla base della MiFID stessa: basti considerare, ad esempio, il principio contenuto nel comma 2 dell'art. 19 della Direttiva 2004/39/CE - ripreso nell'ambito del nuovo regolamento intermediari della Consob – in base al quale è previsto che vengano fornite informazioni appropriate cosicché i clienti o potenziali clienti *"possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che vengono loro proposti nonché i rischi ad essi*

connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa".

3. *Derivati e Rischi*

L'operatività in derivati è stata spesso associata ad un peculiare ed elevato grado di rischiosità connaturato allo specifico strumento

- L'assunzione di rischi finanziari da parte della pubblica amministrazione non è collegata alla sola operatività in derivati ma inerisce, con lo stesso grado di intensità, ad ogni operazione relativa al debito
- L'assunzione di rischi è già connessa alla fase del ricorso ai mutui e prestiti nella quale l'ente opera la prima scelta fondamentale tra tasso fisso o tasso variabile. Infatti: nel caso in cui l'ente scelga il fisso, si espone al rischio - nel caso in cui i tassi scendano - di pagare interessi più alti rispetto al mercato; se sceglie il variabile si espone invece al rischio - nel caso in cui i tassi salgano - di pagare interessi più alti di quelli iniziali
- L'evoluzione futura dei tassi di interesse non è determinabile a priori ma solo, di volta in volta, ragionevolmente ipotizzabile; i relativi rischi, ineliminabili, sono accettati dal legislatore che autorizza indifferentemente gli enti territoriali ad indebitarsi a tasso fisso o variabile; i risultati registrati *a posteriori* sono insindacabili dal momento che siano state utilizzate le condizioni finanziarie previste dalle norme
- La combinazione di rischio iniziale, tenuto conto delle oscillazioni di mercato, può, tempo per tempo, non rimanere quella ottimale rispetto al mutamento delle condizioni di mercato. In tal caso, il ricorso ai derivati consente di modificare il profilo di rischio assunto, spostandosi da tasso fisso a tasso variabile o viceversa, nonché di posizionarsi su combinazioni intermedie fra i due; come per le condizioni originarie, i relativi rischi sono fisiologici e i risultati *a posteriori* insindacabili

Il rischio non costituisce un elemento peculiare dell'operatività in derivati.

Il concetto è stato ben evidenziato nella sua audizione dall'On. Vegas il quale ha sottolineato come "la prima scelta che il gestore del debito si trova a compiere è quella tra indebitamento a tasso fisso o a tasso variabile".

Dunque l'elemento di rischio è già connesso alla fase di ricorso ai mutui o prestiti, sia per quelli a tasso fisso sia per quelli a tasso variabile ed è misurabile, sia pure in termini previsionali, atteso che la verifica della bontà delle scelte effettuate può effettuarsi solo *ex post*.

Ancora come esposto dall'On. Vegas, la combinazione di rischio assunta nella predetta fase iniziale di ricorso a mutui o prestiti può non rimanere "quella ottimale nel corso della vita del debito, a causa delle oscillazioni delle variabili di mercato".

In questa situazione, il ricorso ai prodotti derivati, mentre **non crea nuovo rischio, consente di modificare il profilo di rischio già assunto**, spostandosi agevolmente - e senza incidenza sul debito sottostante e sulla sua durata - **da tasso fisso a variabile e viceversa, nonché di posizionarsi su combinazioni intermedie fra i due**.

Se, ad esempio, si è fatto luogo ad un'operazione a tasso fisso e successivamente si osserva che il mercato dei tassi a breve termine - espresso dai tassi *Euribor* - registra livelli e prospettive inferiori a quello dell'indebitamento a suo tempo stipulato, l'ente corre un rischio in termini di mancate opportunità: sta pertanto pagando un tasso certo ma più alto di quello che il mercato offre.

L'ente, in relazione ai futuri andamenti dei tassi, potrà dunque decidere di stipulare un derivato di tasso di interesse dove, avendo a riferimento il capitale nozionale del mutuo ed il suo progressivo ammortamento, scambierà, in corrispondenza con le date del contratto di mutuo sottostante,

il differenziale tra il tasso fisso del mutuo ed il tasso *Euribor* maggiorato o diminuito di uno *spread* fissato contrattualmente.

E' bene sottolineare che lo *spread* di cui sopra non remunera, come avviene in un finanziamento, il rischio di credito, ma esprime la differenza esistente all'atto della negoziazione dello swap tra il tasso fisso dell'indebitamento ed il tasso fisso che il mercato esprime in quel momento.

Se un ente, invece, è indebitato (per mutui o prestiti obbligazionari) a tasso variabile, corre il rischio di pagare interessi troppo alti qualora i tassi cui è parametrato il debito (ad es. *Euribor*) dovessero salire.

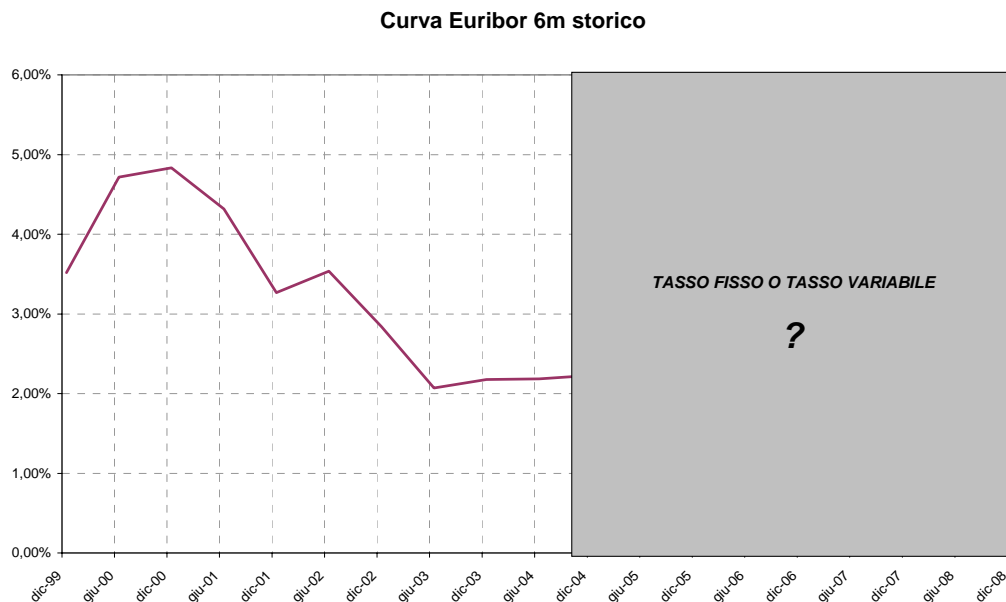
L'ente, in tal caso, può decidere di coprirsi da questa eventualità stipulando un derivato nel quale, sempre avendo a riferimento il capitale nozionale del mutuo ed il suo progressivo ammortamento, scambierà - in corrispondenza con le date del contratto di mutuo (o del prestito obbligazionario) sottostante - il differenziale tra il tasso *Euribor* (parametro del debito sottostante) ed il tasso fisso dello *swap*.

Tenuto conto di quanto sopra esposto, può ricavarsi un concetto fondamentale: **le finalità di gestione del debito**, in contrapposizione alle finalità speculative (comunque *non perseguibili* dagli enti, come in seguito sarà meglio chiarito), **perseguite dall'ente territoriale con il derivato non sono definibili a priori in termini di predilezione per il tasso fisso o per il variabile**.

Si consideri, in proposito che i tassi variabili (spesso, nella recente esperienza, posti "sotto accusa"), appaiono, oggi, bassi rispetto alle serie storiche, ponendosi come alternativa ai tassi fisso. L'enfasi mediatica che spesso di accompagna ai tassi variabili tende a mancare nelle fasi di discesa degli stessi, generando così una percezione di maggiore rischiosità dello strumento variabile che non ha basi finanziarie. Il dettato normativo riconosce tale **neutralità dei due strumenti** (fisso e variabile) e delle altre

tipologie di tasso ammesse, sia per il debito originario sia per le eventuali operazioni successive di gestione del debito stesso.

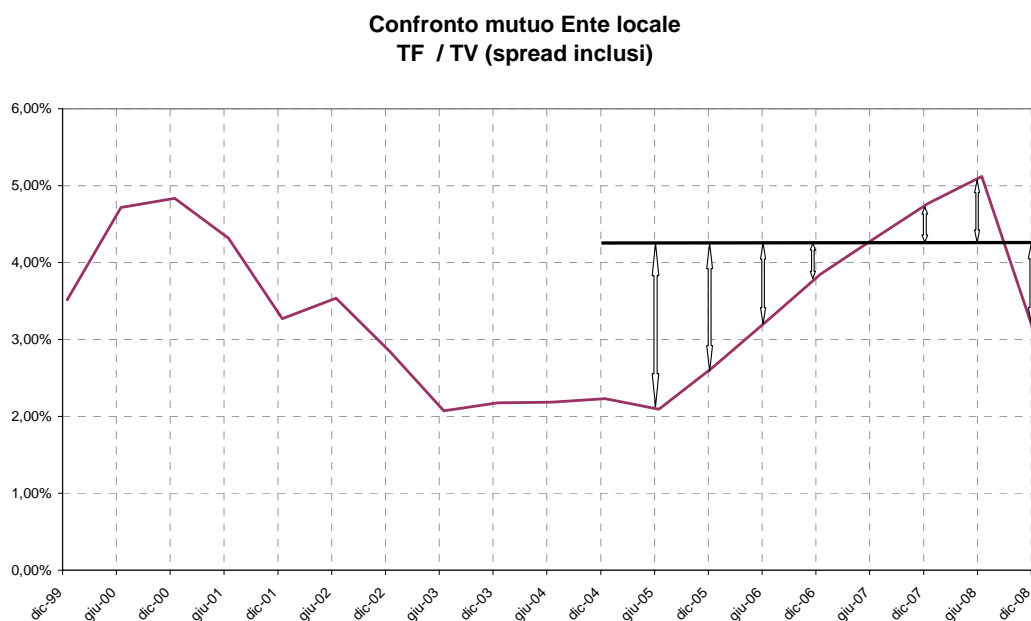
In via esemplificativa di quanto fin qui affermato, si prenda in esame la situazione di un ente che debba contrarre un mutuo all'inizio del 2005 e debba scegliere tra tasso fisso o variabile. I dati degli ultimi 5 anni sull'evoluzione del tasso *Euribor* a 6 mesi (il parametro di riferimento fissato dalle norme per le operazioni a tasso variabile degli enti territoriali) mostrano al decisore pubblico il seguente andamento:



Qualora l'ente preferisca la certezza sui flussi di interesse futuri, sceglierà un tasso fisso, ancorché più costoso, in quanto questo maggior onere rappresenta la contropartita della riduzione del rischio di variazione della spesa per interessi.

Se il mutuo viene contratto con la Cassa depositi e prestiti a tasso fisso, risulta un tasso nominale annuo del 4,20% (incluso lo *spread* di credito). In alternativa, il tasso variabile avrebbe avuto come base l'*euribor*, all'epoca al 2,23%.

Vediamo nel grafico seguente gli effetti a posteriori, calcolati fino all'inizio del 2009, delle due diverse scelte possibili:



Come si vede, la scelta effettuata ha creato un differenziale tra il tasso effettivamente pagato ed i valori che sarebbero stati applicati nell'ipotesi alternativa di tasso variabile.

Prima dell'utilizzo dei derivati, questa scelta di tasso era immodificabile se non con il consenso del finanziatore originario, mentre con l'uso degli strumenti derivati questa scelta è modificabile in qualunque momento.

Dall'esempio appena fatto appare ancor più evidente un concetto già sopra emerso e rispetto al quale, per una sua puntuale definizione, giova, ancora una volta, richiamare quanto efficacemente affermato dall'On. Vegas in questa sede: *“La valutazione dell'efficacia della gestione del debito mediante l'utilizzo di strumenti derivati, in termini di combinazione adottata di rischio e di costo, potrà essere fatta solo una volta che la posizione*

complessiva sarà arrivata alla sua scadenza contrattuale, nel caso in cui lo strumento derivato abbia ex post aggravato il costo del debito ciò potrebbe comunque essere dovuto al fatto che è stato privilegiato il contenimento del rischio nell'ottica di una gestione sana e prudente, e questa scelta ha comportato un costo che rappresenta il prezzo della protezione".

4. Derivati e Debito

Al concetto di derivato si associa comunemente quello di debito, imputando ai contratti della specie l'insorgere di un presunto nuovo debito o l'aggravarsi di quello esistente

- I derivati ad enti territoriali per loro natura e per espressa affermazione del legislatore non costituiscono debito, non ne possono creare e non incidono, aumentandolo o diminuendolo, sul debito già in essere
- Con la stipula di un contratto derivato si disciplina, infatti, uno scambio (*swap*) di tassi d'interesse legati obbligatoriamente ad un debito sottostante, sostituendo il flusso di pagamenti dovuti dall'ente debitore con un nuovo flusso di pagamenti e senza alterare la consistenza del debito già esistente
- Espressioni come "miliardi di euro di debito in derivati" o "debito per derivati" e simili sono dunque errate e traggono origine dall'incomprensione dello strumento.

Un concetto basilare ai fini della comprensione del corretto inquadramento della fattispecie “derivati”, è che la stessa non fa nascere autonomamente debito.

Si tenga conto, infatti, che uno *swap* (in inglese letteralmente “scambio, sostituzione”) modifica le caratteristiche di tasso d’interesse, scambiando/sostituendo il flusso di pagamenti, dovuto dall’ente debitore, con un nuovo flusso di pagamenti. Di conseguenza:

- la banca controparte dello *swap* deve all’ente esattamente il flusso che l’ente stesso paga al creditore del debito sottostante (istituto mutuante o investitore obbligazionario);
- l’ente deve alla banca un nuovo flusso di pagamenti.

I nuovi tassi d’interesse pagati dall’ente, quindi, scambiano/sostituiscono quelli pagati dall’ente medesimo nel debito sottostante (mutuo o titolo obbligazionario).

E’ proprio per i predetti motivi che i derivati ad enti territoriali, quali strumenti per assicurare la modifica del profilo dei tassi di interesse dovuti su debito già esistente, **non sono in grado:**

- **di modificare la consistenza del debito sottostante e di creare nuovo debito;**
- **di incidere, aumentandolo o diminuendolo, sul debito già in essere.**

A conferma di quanto sopra esposto, soccorrono ancora una volta le precisazioni che il MEF ha avuto modo di formulare nella sua recente Audizione e che si riportano testualmente: *“il derivato non è un debito, bensì un contratto che disciplina uno scambio di flussi monetari che, se obbligatoriamente legati a una passività sottostante – come nel caso del*

debito degli enti locali territoriali – ne vanno a modificare il profilo originario dei pagamenti”.

Il **derivato non è dunque debito** e tale concetto aveva peraltro già trovato una espressa menzione nel quadro normativo e regolamentare di riferimento. Si richiama in proposito la già citata Circolare ministeriale 22 giugno 2007 nell’ambito della quale è stata ribadita l’identificazione degli strumenti finanziari in questione quali meri strumenti di gestione del debito, non configurabili di per sé come operazioni di indebitamento, confermando, di conseguenza, la non applicabilità, nel caso di specie, delle delegazioni di pagamento ex artt. 206 e 220 del TUEL.

Più in dettaglio, la Circolare, al fine di prender le distanze dal concetto di indebitamento, richiama innanzitutto la disciplina dell’art. 119, sesto comma, della Costituzione il quale stabilisce che “I comuni, le province, le città metropolitane e le regioni [...] possono ricorrere all’indebitamento solo per finanziare spese di investimento [...]”.

La Circolare richiama poi i commi da 16 a 21, dell’art. 3 della Legge 24 dicembre 2003, n. 350 con i quali il Legislatore ha fornito elementi interpretativi del predetto art. 119, indicando una definizione precisa e puntuale del concetto di indebitamento ed individuando le tipologie di operazioni da considerarsi tali agli effetti della norma costituzionale. A quest’ultimo proposito, si considerano operazioni di indebitamento i mutui, le aperture di credito, le emissioni di prestiti obbligazionari, le cartolarizzazioni di flussi futuri di entrata, le cartolarizzazioni con corrispettivo iniziale inferiore all’85 per cento del prezzo di mercato, le cartolarizzazioni con garanzie fornite da altre amministrazioni pubbliche, le cartolarizzazioni di crediti vantati verso altre amministrazioni pubbliche, le operazioni di cessione e di cartolarizzazione dei crediti vantati dai fornitori di beni e servizi.

Nessuna menzione da parte della norma agli strumenti derivati la cui definizione è unicamente quella di **strumenti di “gestione” del debito, ben lontani dal poter essere configurabili come operazioni di indebitamento**. Ne consegue, pertanto, che le delegazioni di pagamento (quelle, per così dire, di “finanza locale” per distinguerle dall’omonimo istituto previsto dal codice civile) il cui rilascio, ai sensi del TUEL, è consentito unicamente a fronte di mutui e prestiti, sono estranee alle operazioni relative a strumenti derivati le quali non rientrano, evidentemente, nelle predette fattispecie “né, tanto meno, nell’accezione più ampia della definizione di indebitamento”.

5. Derivati e Speculazione

E' convinzione di molti che l'operatività in derivati sia per natura speculativa ovvero comunque induca a comportamenti di tipo speculativo

- I derivati agli enti pubblici non possono per loro natura e caratteristiche rivestire finalità speculative in quanto debbono essere necessariamente applicati ad una passività effettivamente esistente
- Non si può definire "speculazione" una scelta operata tra tasso fisso e tasso variabile nell'ambito di una gestione attiva del debito; come già ribadito in altri punti, entrambe le scelte sono legittime e le norme al riguardo sono neutrali, non incentivando o raccomandando l'una o l'altra scelta; con il derivato possono essere scelte posizioni intermedie
- Il derivato è funzionale alla gestione del debito e l'esistenza di quest'ultimo è alla base della validità dei contratti

La normativa di finanza pubblica descritta al *paragrafo 1* insiste sul seguente principio fondamentale: **i derivati possono essere utilizzati solo per gli obiettivi di rimodulazione dei tassi sui debiti ed a fini della loro gestione**. L'uso degli strumenti derivati è infatti reso possibile "esclusivamente in corrispondenza di passività effettivamente dovute" e con l'obbligo di indicizzazione ai soli "parametri monetari di riferimento nell'area dei Paesi appartenenti al Gruppo dei sette più industrializzati" (in concreto, il mercato si è orientato al solo parametro dell'euro).

L'esistenza del debito sottostante è dunque elemento fondamentale per la validità dei contratti. Tale profilo è stato ben posto in evidenza dalla Corte dei conti che, nella sua recente Audizione in questa sede, ha evidenziato come, per i derivati in generale, il collegamento con il sottostante debito sia un elemento occasionale mentre assume essenziale rilevanza nei contratti stipulati dagli enti pubblici. Afferma testualmente la Corte: *"per questi enti [pubblici], e in particolare per gli enti territoriali, il collegamento funzionale, in quanto espressamente previsto dalla legge e connaturato con la natura degli enti pubblici, entra nella causa giuridica del negozio, perché elemento oggettivo previsto dalla legge"*.

Appare quindi definitivamente fugato il timore espresso in sede di audizione dai rappresentanti dei Consumatori secondo i quali le amministrazioni locali "è come se avessero sottoscritto un contratto RC auto senza possedere l'auto".

6. Derivati e incidenza sulle generazioni future

Si afferma spesso che l'uso dei derivati comporta un allungamento del debito e dunque un nocumento per le generazioni future

- E' esclusa la possibilità di estendere la durata delle operazioni derivate oltre la scadenza delle sottostanti passività.
- E' dunque falso che i derivati ad enti territoriali servano a traslare sulle generazioni future un debito; il debito già esiste all'atto della stipula del derivato e, indipendentemente dall'utilizzo di tale strumento, sarà ripagato nel periodo contrattualizzato
- E' altresì sancita l'impossibilità di traslare il peso finanziario delle esposizioni in essere sugli esercizi futuri concentrandolo in prossimità della scadenza dell'operazione

A chiarimento della questione posta in questo paragrafo e relativa all'effetto che l'operatività in derivati comporta sulle "generazioni future", soccorrono, anche in questo caso, ben precisi limiti sanciti dalla normativa speciale, la quale ha escluso la possibilità di estendere la durata (oltre che, come già visto, gli importi) delle operazioni derivate oltre la scadenza delle sottostanti passività (cioè dei debiti il cui profilo di tasso viene modificato con un derivato).

Sotto un profilo più operativo, appare essenziale che le caratteristiche del flusso ricevuto dall'ente nello *swap* (nella terminologia finanziaria *receiver leg*, letteralmente *gamba che riceve*) siano conformi per importo nozionale, tipologia di tasso, durata dei periodi di interesse, eventuale parametro variabile e data di rilevazione a quelle delle passività sottostanti. L'importo nozionale o la durata dello *swap* possono essere inferiori rispettivamente al debito ed alla durata residua della passività tempo per tempo in essere, ma in nessun caso superiori agli stessi.

7. Strutture consentite agli enti

E' convinzione che le banche possano proporre e che gli enti territoriali possano liberamente optare tra le strutture offerte nell'ambito della vasta gamma dei prodotti finanziari derivati

- L'ambito oggettivo è fortemente tipizzato e non consente l'uso di una discrezionalità contrattuale
- Ben definite sono le strutture base ammesse: *swap* di tasso di interesse, acquisto di *cap*, acquisto di *collar*, acquisto di *forward rate agreement*, *swap* con rimodulazione del debito sottostante a condizione che i flussi attualizzati che l'ente paga non siano crescenti
- Così come per il debito sottostante, la normativa in materia non incentiva nessuna delle strutture consentite, che sono tutte ugualmente ammesse
- Le operazioni debbono per legge essere effettuate nella forma c.d. *plain vanilla*, nella forma cioè più semplice priva di ulteriori opzionalità o che comportino leve o moltiplicatori dei parametri finanziari

Non sono consentiti margini di autonomia delle parti contrattuali (ente ed intermediario) nella definizione delle strutture utilizzabili. Queste sono state definite a monte dal Legislatore.

In particolare, l'articolo 3 del Decreto Ministeriale n. 389/2003, così come interpretato dalla relativa Circolare del 27 maggio 2004, prevede la facoltà di effettuare le seguenti operazioni in strumenti derivati, che consentono la trasformazione del rischio di tasso relativo ad una passività:

- **"swap di tasso di interesse"** (*Interest Rate Swap*), in cui l'ente può trasformare la tipologia di tasso, fisso o variabile, di un indebitamento;
- **"acquisto di forward rate agreement"**, in cui l'ente fissa i valori dei parametri di indicizzazione applicabili a scadenze future;
- **"acquisto di cap"**, in cui l'ente viene garantito da aumenti del tasso di interesse oltre un livello stabilito;
- **"acquisto di collar"**, per mezzo del quale la variabilità del tasso è circoscritta all'interno di un minimo (*floor*) e di un massimo (*cap*). Ai sensi della Circolare, "è implicito nell'acquisto del *collar* l'acquisto di un *cap* e la contestuale vendita di un *floor*, consentita unicamente al fine di finanziare la protezione dal rialzo dei tassi di interesse fornita dall'acquisto del *cap*".;
- **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 intervallo di tempo predefinito;
- **altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito**, solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività (principio ribadito nella circostanza ma valido in via generale). 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.

Altro limite imposto dalla normativa - sottolineato efficacemente dalla Consob nella recente Audizione resa dal dott. Rosati - è riferito alla forma delle operazioni le quali devono essere "*plain vanilla*", vale a dire nella forma più semplice, non essendo ammissibili strumenti derivati che contengano leve o moltiplicatori dei parametri finanziari.

Stante la stringente normativa sopra descritta e riferita alle tipologie utilizzabili emerge come **l'uso di derivati complessi, cosiddetti "esotici"**, o che implichi l'assunzione di rischi aggiuntivi, **NON è consentito** e, almeno con riferimento all'operatività condotta con banche italiane, **NON ha riguardato casistiche concrete**.

8. *Derivati e differenziali*

Il pagamento o l'incasso dei flussi differenziali viene spesso interpretato in modo errato come la conseguenza della perdita o della vincita di una scommessa sui tassi di debito, ritenendo altresì che gli stessi flussi rappresentino per la banca guadagno o perdita di segno opposto all'ente

- Il passaggio tramite uno *swap* da un tipo di tasso ad un altro avviene attraverso lo scambio di flussi monetari che generano ad ogni rata, per l'ente territoriale, un risultato finale (come somma di dare ed avere) che corrisponde a quello del profilo prescelto
- Se si desidera individuare il costo finanziario di una rata di un debito dopo il derivato occorre sommare per ogni scadenza tutti i flussi in entrata e detrarre tutti i flussi in uscita relativi sia al debito che al derivato. Tener conto solo dell'uno o dell'altro è un errore.
- I differenziali che eventualmente l'ente paga non vanno alla (o sono pagati dalla) banca, la quale è solo un intermediario con il mercato. La banca ricava dall'operazione un margine nel momento in cui la struttura viene perfezionata e resta comunque soggetta al rischio di controparte dell'ente, dopodiché non ha alcun interesse a che l'ente debba PAGARE anziché INCASSARE differenziali
- Poiché i differenziali in entrata o in uscita servono a rendere concreto il passaggio da un profilo di tasso all'altro, è errato qualificarli come "perdita" o "guadagno", in quanto lo scopo dell'operazione, stabilito dalle norme, è appunto quello di modificare il profilo dei pagamenti

Come esposto in precedenza, un derivato per gli enti territoriali modifica le caratteristiche di tasso d'interesse sostituendo i tassi d'interesse dovuti dall'ente nel debito sottostante con nuovi tassi.

I nuovi tassi d'interesse pagati dall'ente sostituiscono quelli pagati dallo stesso ente nel debito sottostante (mutuo o titolo obbligazionario) attraverso compensazione (*netting*). Di conseguenza:

- la banca deve all'ente esattamente il flusso che l'ente stesso paga al creditore del debito sottostante (istituto mutuante o investitore obbligazionario);
- l'ente deve alla banca un nuovo flusso di pagamenti;
- **i pagamenti reciprocamente dovuti si compensano per la parte uguale e solo il differenziale netto viene regolato.**

La compensazione dei pagamenti uguali e il regolamento della sola differenza netta producono una movimentazione di flussi che si aggiungono o si sottraggono ai pagamenti dovuti dall'ente per i debiti sottostanti. **Questo meccanismo di funzionamento, che dà luogo a mandati di pagamento nel caso di differenziali negativi per l'ente e a reversali d'incasso nel caso di differenziali positivi, può essere interpretato erroneamente come la conseguenza di una "scommessa" sui tassi d'interesse del debito sottostante.** In realtà, a tutti gli effetti sostanziali, il derivato opera esclusivamente e pienamente la sostituzione dei tassi d'interesse del debito sottostante, generando un risultato finale (come somma di dare e avere) che corrisponde a quello del profilo prescelto.

Al riguardo, pertanto, suscita qualche perplessità la lettura delle tabelle riportate nelle pagine da 26 a 34 della relazione presentata in sede di audizione da parte della Corte dei Conti; tali tabelle ripartiscono un importo

complessivo di circa 69 milioni di euro di “perdite” non altrimenti qualificate tra i Comuni italiani.

Infatti, qualora le tabelle si riferiscano ai differenziali, dovrebbe essere a questo punto chiaro che non di perdite o guadagni si tratta, bensì dell’attuazione dello scopo contrattuale, sancito dalle norme, che è quello di generare un nuovo flusso complessivo che sostituisca i precedenti; qualora invece tali tabelle si riferiscano al *mark to market* delle operazioni, come meglio specificato al successivo *paragrafo 11*, certamente non di perdita si tratta.

9. Intermediari e commissioni

Si continua a sostenere erroneamente che la conclusione di un'operazione in derivati comporti l'incasso di commissioni cosiddette occulte da parte della banca a danno degli enti

- E' principio base che l'operatività dell'intermediario non possa prescindere dall'esistenza di un margine che deve coprire i costi e remunerare i rischi assunti (margine di remunerazione della banca)
- La remunerazione non dà luogo a "commissioni occulte" ma a margini, così come avviene in generale per tutte le operazioni relative al debito
- Tali margini sono diversi da operatore ad operatore e non incidono in ugual modo sul prezzo del contratto. Non esiste sul mercato un margine unico valido per tutti gli operatori (che hanno costi diversi) e/o per tutti i clienti (che presentano rischi diversi)
- Al cliente viene sempre chiaramente rappresentato qual è il livello finito di tasso a suo carico, e questo livello già comprende la remunerazione per l'attività della banca. Non vi sono componenti di spesa ulteriori oltre a quanto chiaramente esplicitato nei contratti.

Il margine d'intermediazione è un elemento necessario dei derivati ed è una componente del prezzo concordato, così come per i mutui e le obbligazioni. Si traduce in profitto per l'intermediario finanziario dopo recuperati i costi e sostenuto il rischio di credito fino a scadenza senza il verificarsi di eventi sfavorevoli. ***Il margine d'intermediazione pertanto non è una commissione*** che resta definitivamente acquisita al momento della percezione da parte dell'intermediario e che non remunera rischi e costi nel tempo.

Il margine d'intermediazione di un derivato si può dunque ridurre o addirittura diventare negativo nel corso della vita dell'operazione, in funzione del deterioramento del credito o del mancato pagamento dell'ente territoriale.

E' anche importante sottolineare che le misure di remunerazione dei costi e del rischio non hanno senso in valore assoluto, intese come migliaia o milioni di euro, senza che siano poste in relazione con gli ordini di grandezza cui si riferiscono. La prassi di misurare i valori di tasso d'interesse, quindi anche i margini d'intermediazione, in numero di punti base (0,01%: un centesimo di punto percentuale) per anno serve a stabilire una corretta relazione con i volumi e le durate – normalmente elevati nel mondo pubblico – nonché con le caratteristiche tecniche e i rischi di credito coinvolti.

Il prezzo – ad esempio, per un collar, tasso euribor semestrale compreso nei limiti minimo del 4,00% e massimo del 6,00% – è esposto al cliente nelle fasi preparatorie e al momento del perfezionamento del derivato ed è chiaramente riportato nei documenti contrattuali. Su tale base, il cliente effettua le proprie valutazioni rispetto alle proprie esigenze di bilancio, ai tassi di mercato, alla propria anticipazione dell'andamento futuro dei tassi, alla composizione del proprio portafoglio di debito, a scelte di *policy* tra cui

si possono ricomprendere valutazioni di principio sull'appropriatezza della variabilità dei tassi, a specificità locali proprie del sistema delle Autonomie.

Banche diverse, a fronte della stessa tipologia di derivato, possono essere in grado di offrire allo stesso ente territoriale prezzi diversi e, a fronte dello stesso prezzo, possono registrare margini di intermediazione diversi. **Il margine d'intermediazione è funzione delle specificità di ciascuna banca e al miglior prezzo per il cliente non corrisponde necessariamente il minor margine d'intermediazione.** Così come per un mutuo o un obbligazione, il cliente può ottenere il prezzo migliore dall'intermediario che ha il più alto margine d'intermediazione e viceversa.

Sulla materia è da tener conto che la MiFID, relativamente alla clientela *retail*, prevede l'obbligo – fin qui NON previsto, ma che sarà vigente alla ripresa dell'operatività in derivati, qualora superato l'attuale regime di blocco - di inserire in contratto le remunerazioni spettanti all'intermediario o i criteri oggettivi per la loro determinazione, specificando le relative modalità di percezione. Tale nuova situazione, peraltro, non si rifletterà sulla determinazione del prezzo finale (nell'esempio di cui sopra, non cambierebbe dunque il prezzo esposto al cliente).

10. Derivati e prezzo “equo”

Si afferma spesso il concetto di prezzo “equo” fornendone una definizione assoluta e un unico modulo di calcolo e pretendendone, altresì, la generalizzata applicazione ai casi concreti

- I modelli di calcolo volti all’elaborazione di un prezzo “equo” non tengono conto del fatto che un prezzo o viene effettivamente praticato sul mercato ovvero non esiste
- Tali modelli trascurano l’esistenza dei costi di strutturazione e amministrazione e del merito di credito dell’ente territoriale
- Questi modelli, quindi, non tengono conto dell’esistenza di un margine d’intermediazione né del fatto che tale margine è naturalmente diverso per ogni banca che opera sul mercato
- In conclusione, questi modelli sono esercizi astratti interessanti ma non sono uno strumento che possa orientare nella concreta operatività su derivati, in quanto ignorano gli elementi d’impresa e di mercato della formazione dei prezzi

Argomentazioni volte a definire un prezzo oggettivamente giusto, “equo”, “par”, “fair”, sulla base di funzioni finanziarie di sconto che non tengono conto dell’esistenza di un mercato e di una marginalità - la quale non può non esistere in questo mercato come in ogni altro mercato, finanziario e non - sono sbagliate perché viziate nelle ipotesi di partenza.

Un prezzo “equo”, derivante dal calcolo del valore attuale dei tassi d’interesse attesi mediante una funzione di sconto che utilizzi tassi d’interesse e misure di volatilità interbancari rilevati astrattamente, è per costruzione **diverso e più basso del prezzo di mercato**, che contiene fattori di mercato e un margine d’intermediazione. Il prezzo di mercato è l’unico esistente e praticabile.

Più in dettaglio, **un prezzo cosiddetto “equo” inteso come sopra non è un prezzo** e ciò in quanto:

- a. utilizza un modello quantitativo di analisi finanziaria e lo assume impropriamente come “il” modello di analisi finanziaria;
- b. applica impropriamente tassi d’interesse e misure di volatilità interbancari rilevati astrattamente, che possono essere diversi da quelli reperibili concretamente sul mercato al momento della specifica transazione;
- c. è in contraddizione, da un punto di vista logico, con l’esistenza fattuale di una pluralità di prezzi e di meccanismi di gara per l’individuazione del miglior prezzo, che ovviamente non avrebbero senso se esistesse un prezzo unico;
- d. applica impropriamente i tassi d’interesse e le misure di volatilità del mercato interbancario collateralizzato a un mercato non

collateralizzato e non tiene conto del rischio di credito che la banca si assume fino a scadenza nei confronti dell'utente del servizio d'investimento;

- e. non tiene conto dei costi (denaro-lettera o *bid-ask*) che la banca stessa deve sostenere anche sul proprio mercato collateralizzato;
- f. non tiene conto dei costi di strutturazione dell'operazione e di amministrazione e regolamento fino a scadenza;
- g. non tiene conto del rischio di credito sopportato dalla banca, associato all'operazione;
- h. è in conflitto con la normativa di Vigilanza della Banca d'Italia che impone il recupero dei costi e la remunerazione dei rischi assunti dalle banche.

Ad ulteriore riprova dei fraintendimenti cui possono condurre tali metodologie di calcolo, si segnala come l'applicazione di valori che non includano il rischio di credito nella valutazione del prezzo - ad esempio - di un Buone del Tesoro Poliennale (BTP), porterebbe all'individuazione di importanti "commissioni occulte" pagate dallo Stato che in realtà costituiscono, più semplicemente, lo spread di credito corrisposto dalla Repubblica italiana sul mercato del debito pubblico.

11. *Mark to market*: valenza e significato

Il mark to market è spesso associato ad un concreto rischio di perdita da parte dell'ente territoriale, ritenendo altresì – come per i flussi differenziali – che lo stesso rappresenti per la banca guadagno o perdita di segno opposto all'ente

- Il *mark to market* è il valore che una delle parti (banca o ente territoriale) deve pagare all'altra qualora decida di estinguere anticipatamente il contratto
- Quando il contratto giunge alla naturale scadenza il mark to market è pari a zero; quindi non si deve pagare nulla
- Il *mark to market* è il risultato di un calcolo di attualizzazione dei flussi, ipotetici, scaturenti dal contratto; è un dato che assume una valenza temporale limitata all'atto della rilevazione; non costituisce debito né è indicativo dello stesso; non costituisce vantaggio/svantaggio per le parti e non è possibile effettuare stime attendibili anticipate
- Essendo quindi il pagamento del *mark to market* legato ad una manifestazione di volontà dello stesso cliente (volontà di chiudere anticipatamente la posizione) non può essere considerato un "rischio" cui il cliente va incontro

Il *mark to market* è definibile come il valore di mercato (o valore di estinzione) ed è, appunto, il valore attuale dello strumento finanziario, misurato per mezzo dei valori di mercato.

Va precisato in proposito quanto la Corte dei conti ha così ben chiarito nella sua Audizione e che, cioè, **il *mark to market* non è indicativo di un vero e proprio valore del contratto**, ma del valore atteso in base all'evoluzione del mercato che tiene conto della particolare struttura di ciascun contratto, valutata in relazione all'evoluzione del mercato finanziario dei tassi di interesse.

Non rappresenta, quindi, un valore assoluto, ma una valutazione che muta ad ogni variazione, anche giornaliera, del mercato e che viene calcolato in base alle attese sull'evoluzione dei tassi di interesse in relazione alla struttura contrattuale.

Il valore di cui trattasi ha alcune importanti proprietà che è fondamentale analizzare al fine di contribuire al superamento di frequenti incomprensioni.

In particolare:

1. **le strutture dettate dalla regolamentazione ministeriale implicano necessariamente la formazione di un *mark to market*** (negativo o positivo) per i contraenti; peraltro, la formazione di tale elemento è comune ad ogni strumento finanziario, inclusi i mutui e le obbligazioni e NON è una caratteristica propria dei derivati;
2. il *mark to market* (al pari di una penale d'estinzione anticipata) **non consiste in un importo dovuto dall'/all'ente se non qualora il cliente decida di estinguere il contratto**; in caso contrario, qualora il contratto non si estingua, l'ente continua semplicemente a restare nella sua posizione di tasso e non paga/incassa alcun *mark to market*;

3. il *mark to market*, sia positivo che negativo, **non è destinato a crescere nel tempo ma tende necessariamente a zero** all'avvicinarsi della scadenza, momento in cui è nullo per definizione;
4. la variazione del *mark to market* nel tempo è mera conseguenza della variazione dei valori (tassi e volatilità) di mercato. Ad esempio, in una tipica operazione di sostituzione di tasso variabile con un tasso variabile compreso in un *collar*, il *mark to market* del derivato tende a diventare sempre più negativo al diminuire dei tassi d'interesse e sempre più positivo all'aumentare dei tassi;
5. al momento del perfezionamento del derivato, stante la necessaria presenza del margine di remunerazione (come meglio evidenziato al *paragrafo 9*) il *mark to market* è negativo per l'ente territoriale in misura pari alla remunerazione del rischio di credito e degli altri costi associati all'operazione (margine d'intermediazione);
6. **l'esistenza e la variazione del *mark to market* non sono indicatori del carattere speculativo** della posizione di tasso d'interesse assunta attraverso il derivato. Al contrario, valori alti e volatilità elevata del *mark to market* tipicamente sono associati ad operazioni – ad es. trasformazione di tasso variabile in tasso fisso – comunemente percepite come di carattere prudenziale;
7. **la variazione del *mark to market* di un derivato nel tempo non modifica il margine d'intermediazione della banca relativamente all'operazione a suo tempo conclusa.** La banca non ha quindi interesse a offrire una struttura di tasso piuttosto che un'altra, alle quali siano associati diversi profili di evoluzione del *mark to market* al variare della situazione di mercato;
8. qualora l'ente decida di estinguere anticipatamente un'operazione con *mark to market* negativo, quest'ultimo **non rappresenta in alcun**

modo un guadagno per la banca, la quale è un intermediario con il mercato;

9. **la variazione del *mark to market* di un derivato nel tempo non aumenta il debito degli enti in caso di *mark to market* negativo e non lo diminuisce in caso di *mark to market* positivo**, analogamente a quanto avviene in caso di variazione dei prezzi di un mutuo o di un'obbligazione;

10. l'accumulo di un *mark to market* negativo per l'ente territoriale a seguito di un andamento sfavorevole dei tassi d'interesse – ad esempio la discesa dei tassi d'interesse seguita all'adozione di un tasso fisso – è un evento sfavorevole alla banca perché aumenta l'esposizione creditizia e l'assorbimento del capitale di vigilanza ai fini della determinazione del coefficiente di solvibilità;

In assenza dei predetti punti fermi chiarificatori del concetto di *mark to market*, **occorre purtroppo rilevare che troppo spesso se ne è frinteso il significato e la valenza**, attribuendo al valore via via calcolato in determinati periodi un concreto elemento di perdita per l'ente e non tenendo conto che l'obiettivo della normativa ministeriale non è di incentivare operazioni di *trading* (cioè speculazioni) sul *mark to market* ma di modificare il profilo di rischio di tasso.

Le banche italiane, consapevoli di quanto sopra e delle peculiarità dell'interlocutore pubblico, hanno favorito l'adozione di particolari cautele da inserire a livello contrattuale per il recesso da parte della controparte bancaria circoscrivendolo a poche casistiche ben individuate; ciò proprio in considerazione delle finalità di gestione del debito che sono alla base, per legge, della contrazione di un derivato da parte di un ente territoriale.

12. *Up front*: limiti e condizioni

Spesso si è confuso l'up front con il margine di remunerazione delle banche, imputando altresì alle stesse la non corretta appostazione nel bilancio degli enti o addirittura il non corretto utilizzo delle somme rivenienti dagli up front

- La presenza nei contratti di un importo da regolare al momento del perfezionamento dell'operazione assume una valenza eccezionale; le parti, per legge, non possono prevedere un up front di ammontare superiore ad un importo dell'1% del nominale del contratto
- Gli enti sono obbligati a trattare l'up front come somma derivante da debito e devono dunque utilizzarla per le sole spese di investimento. Le banche non hanno alcun potere di controllo su tale utilizzo dell'up front così come non lo hanno sull'utilizzo dei differenziali; rispetto a questi ultimi, inoltre, solo di recente sono stati definiti univoci criteri di contabilizzazione nei bilanci degli enti

L'*up front* è costituito da un importo predeterminato da regolarsi tra le parti al perfezionamento dell'operazione ed è altresì denominato premio o sconto; in altre parole, trattasi del mero risultato dell'aggiustamento discrezionale delle condizioni del derivato, in modo tale da generare appunto la somma che viene anticipata.

La normativa è molto categorica: **dall'entrata in vigore del DM n. 389 del 2003, il premio o sconto di liquidità che l'ente può eccezionalmente incassare o pagare eccezionalmente, è pari, al massimo, all'1% del nozionale.**

Anche in merito all'*up front* sono opportuni alcuni importanti chiarimenti:

1. ***l'up front* non costituisce margine d'intermediazione per la banca**; è un contributo negativo al *mark to market* del derivato per l'ente territoriale in misura esattamente pari all'*up front* stesso; aumenta l'esposizione creditizia e costituisce una voce di costo per la banca;
2. **in caso di ristrutturazione**, il derivato che viene estinto per essere sostituito possiede un *mark to market*, positivo o negativo. Tale valore viene ad essere assorbito dalla nuova operazione ed è talvolta **interpretato impropriamente come un *up front***, perché come l'*up front* comporta la modifica dei tassi d'interesse della nuova operazione. Tuttavia, nel caso dell'*up front*, la modifica dei tassi è discrezionalmente apportata al fine di produrre il valore desiderato; nel caso di ristrutturazione di un derivato, la modifica dei tassi della nuova struttura è quella resa necessaria dall'assorbimento del *mark to market* preesistente.

3. **viene talora erroneamente definito come un “*up front*” che dovrebbe essere versato all’ente ciò che è invece il margine di remunerazione**, il quale come detto copre i costi e i rischi sostenuti dalla banca per l’intera durata dell’operazione. Occorre qui chiarire ancora una volta che la differenza tra il prezzo dello scambio di flussi quale ricavato da astratti modelli finanziari ed il prezzo reale necessariamente corrisponde al margine di remunerazione della banca, che – giova ricordarlo - deve coprire i costi ed i rischi di credito. Tale margine NON costituisce un *up front* che avrebbe dovuto essere trasferito all’ente per riportare in equilibrio l’operazione, proprio in quanto costituisce la remunerazione del servizio. Anche da questa angolatura è evidente l’errore di tale impostazione, che condurrebbe al pagamento del prezzo di un servizio non da parte dell’acquirente al venditore, ma al contrario da parte del venditore all’acquirente.

Come ad inizio precisato, tenuto conto dei vincoli di legge e con le conferme pervenute dalla Corte dei conti, non sussiste un problema di abuso dell’*up front* sul *quantum*; **il problema si è invece da tempo spostato su un elemento che inerisce il solo ente e che la banca non ha il potere di controllare: l’uso che gli enti poi fanno di tale liquidità.**

In merito a detto problema, si deve rilevare che non erano rinvenibili indicazioni normative definitive previste solo di recente, in occasione della modifica dell’art. 62 della legge 133 del 2008 attuata con la legge finanziaria per l’anno in corso.

V’è da dire, tuttavia, che sul tema si era a suo tempo autorevolmente espressa la Corte dei conti che ebbe modo di ricondurre lo strumento dell’*up front* a una di quelle forme di ricorso al mercato finanziario previste dall’art. 199, lett. g), del TUEL a sostegno degli investimenti.

Più dettagliatamente, nel proprio rapporto al Senato della Repubblica (in occasione di una precedente audizione del novembre 2004), la Corte evidenziò come il *"rifornimento di liquidità"*, *si risolva in un anticipato versamento di fondi che, seppure incorporato in uno swap, integra una operazione analoga alla contrazione di un mutuo; è pertanto da escludere la possibilità di destinare il premio di liquidità, a spese correnti.*

Il comma 9 del predetto art. 62 esplicita ora la natura contabile di tali importi, disponendo che siano classificati come debito a tutti gli effetti. Con ciò, come chiarito dall'on. Vegas nella sua Audizione, si è provveduto a recepire nella normativa nazionale quanto deciso in una recente comunicazione di *Eurostat* ai Paesi membri. Infatti, uno *swap*, all'atto della sua accensione, nasce in equilibrio, con le cd. "gambe" a pagare ed a ricevere uguali in base a quanto calcolabile con la struttura dei tassi del momento. L'*up front*, invece, come già chiarito, determina uno squilibrio di partenza e rappresenta, nella sostanza, una sorta di finanziamento che riequilibra i termini finanziari della transazione e che è dunque da utilizzare, nel rispetto della Costituzione, per le sole spese di investimento.

A livello di bilanci degli enti, come anche di recente emerso dai lavori dell'*Osservatorio per la finanza e la contabilità degli enti locali presso il Ministero dell'interno*, l'anticipazione costituita dall'*up front* deve essere allocata al Titolo IV, quale forma atipica di indebitamento.

13. Il regime di blocco: valutazioni

- Il regime di blocco sancito dalla legge 133 del 2008 è frutto di una forte decisione politica suscitata anche dal clamore sorto intorno all'uso dei derivati; nella situazione attuale, agli enti non è consentita una piena gestione del debito e sono circoscritte le possibilità operative
- In costanza di regime di blocco, gli enti non hanno la possibilità di consolidare negli anni eventuali benefici prodotti da movimenti di mercato; per non rischiare di vanificarli, hanno come unica modalità di azione quella di cancellare le operazioni cristallizzando situazioni che avrebbero dovuto, in linea con la logica di gestione del debito di cui al dettato normativo, realizzare effetti nel corso di esercizi futuri

L'ultimo intervento normativo in materia (l'ottavo), dispone (art. 62 della legge n. 133 del 2008 come modificato dalla Legge finanziaria per il 2009) il **blocco dell'operatività**. Ciò per il periodo **minimo di un anno e comunque fino all'entrata in vigore del regolamento** previsto dal comma 3 dell'art. 62, da emanarsi a cura del MEF sentita la Banca d'Italia e la Consob e concernente l'individuazione della tipologia di contratti derivati che le Regioni e gli enti locali potranno stipulare.

Unica eccezione a tale generale divieto, introdotta in sede di riformulazione dell'art. 62 ad opera della Finanziaria 2009, è quella riferita al caso in cui l'ente proceda ad una ristrutturazione della passività sottostante al contratto derivato. Ciò significa che per il periodo previsto dalla norma gli enti non potranno concludere nuovi contratti su strumenti finanziari derivati, neanche con finalità di ristrutturazione delle operazioni in strumenti derivati concluse in precedenza e tutt'ora in essere.

Si prende atto delle ragioni che hanno reso opportuna una riflessione sulla materia e una temporanea sospensione dell'operatività.

In ogni caso, l'attuale blocco crea una situazione di limitazione di operazioni finalizzate alla mera gestione dei rischi in un contesto più ampio di gestione attiva dell'indebitamento cui gli enti sono tenuti, comportando ripercussioni per gli enti che hanno necessità di completare/rimodulare operazioni o comunque per quelli che, in relazione a fatti oggettivi, devono provvedere alla copertura dei rischi finanziari.

Ne deriva, che, allo stato attuale, gli enti hanno come unica alternativa l'estinzione anticipata del derivato, subendo in caso di *mark to market* negativo una perdita concreta a fronte di un nocumento solo ipotetico e riassorbibile nel tempo e incassando in caso di *mark to market* positivo un valore immediato con rinuncia degli effetti positivi del derivato nel tempo.

14. Iniziative Abi: I Criteri guida

- I derivati, in conclusione, rappresentano uno strumento importante, voluto dal legislatore nell'ambito dell'evoluzione delle funzioni finanziarie degli enti volte ad una gestione attiva dell'indebitamento. I comportamenti delle banche e degli enti sono stati rispettosi delle stringenti norme vigenti ed eventuali irregolarità, anche dovute ad interpretazioni normative non univoche, sono marginali e vanno valutate caso per caso.
- In ogni caso l'esigenza di creare un contesto a completa tutela di tutti gli operatori unitamente ad una consapevolezza delle banche circa le peculiarità della clientela avente il connotato pubblico, hanno spinto l'industria bancaria a prendere già tempo, delle significative iniziative
- Con Anci ed Upi, e l'attivo coinvolgimento del MEF, l'Abi, sin dal 2005, ha lavorato ad una guida per l'uso dei derivati da parte degli enti territoriali con l'intento di realizzare un punto di riferimento per la corretta interpretazione delle norme e per l'individuazione di talune cautele comportamentali. Superato il regime di blocco e completato il quadro normativo, verrà valutata l'opportunità di finalizzare l'importante progetto con la messa a punto dei Criteri e la divulgazione degli stessi

Fin dalle prime operazioni e pur in vigore di una specifica disciplina, si sono constatate difficoltà interpretative delle norme di riferimento, riscontrandosi la possibilità di rischi reputazionali per le banche e per le amministrazioni pubbliche, resi ancor più evidenti dalla delicatezza oggettiva di un rapporto intercorrente con soggetti aventi il connotato pubblico e svolgenti funzioni nei confronti e nell'interesse della collettività.

In questa situazione si è sentita l'esigenza di poter disporre di **linee guida operative** che, unitamente alle norme di riferimento, potessero contribuire a stimolare e dare fiducia ad un mercato – quello dei derivati – utile ed interessante sia per la specifica clientela sia per l'industria bancaria.

L'ABI ha pertanto deciso, con la collaborazione delle principali Associazioni degli enti - ANCI e UPI -, di avviare un progetto finalizzato all'elaborazione di "Criteri guida" per l'operatività in derivati da parte degli enti territoriali con le seguenti specifiche finalità:

- diffondere la conoscenza della materia attraverso l'analisi e la descrizione di ogni suo aspetto specifico;
- salvaguardare l'immagine del settore fornendo elementi utili per l'attuazione di corrette prassi operative;
- evitare, auspicabilmente, e comunque minimizzare l'insorgere di contenziosi con la clientela o di rilievi da parte delle Autorità preposte;
- creare i presupposti per espandere l'operatività in derivati attraverso l'introduzione di elementi di chiarezza sulle strutture di tecnica finanziaria utilizzabili nel rispetto della legge.

Nel trattare la materia, ed è questo il più significativo aspetto del lavoro svolto e che ha contribuito a consolidare la sinergia con le associazioni degli enti, si è tenuto conto di due aspetti rilevanti: innanzitutto la **varietà degli enti** i quali pur facendo tutti parte dell'unica categoria di "enti locali territoriali", sono in concreto obiettivamente diversi, richiedendo attenzione

all'effettivo grado di percezione delle conseguenze di operazioni per le quali può riscontrarsi un certo grado di complessità. In secondo luogo, il **pubblico interesse**; tutti gli enti di cui trattasi, in quanto pubblica amministrazione non dispongono di risorse proprie da spendere liberamente, ma gestiscono risorse della collettività che devono essere impiegate con prudenza e per il perseguimento del pubblico interesse.

Nei Criteri guida, partendo proprio da tali profili peculiari, vengono ribaditi ed estesi i concetti di trasparenza, informativa e cautela nei comportamenti degli intermediari finanziari, evidenziando il **ruolo pro-attivo di questi ultimi, nell'assunto che "il connotato pubblico del cliente renda tutto ciò indispensabile, prima ancora che per obbligo di legge, in virtù di principi etici basilari"**. Pertanto, l'intermediario finanziario operante con gli enti locali, cautelativamente e sempre in virtù della particolare natura pubblica degli stessi, deve utilmente fornire una compiuta informativa a tutti gli enti locali sulle caratteristiche e sui possibili rischi delle strutture proposte o richieste nonché degli scenari a cui l'operazione potrà dar luogo.

Si è ritenuto, in conclusione, che l'operatività con gli enti non possa prescindere da un ruolo attivo della banca che, pur non assumendo responsabilità dirette legate alla condivisione di obiettivi e finalità prettamente pubblici, pone una attenzione peculiare a favorire la massima trasparenza e consapevolezza dell'operazione attraverso la messa a disposizione di una idonea informativa.

La redazione dei Criteri guida ha inteso rispondere alla predette peculiari esigenze, favorendo la diffusione e la conoscenza della materia nonché la divulgazione di concetti che possono contribuire al corretto e cautelativo svolgersi dell'operatività in derivati e più in generale delle operazioni di finanza innovativa collegate alla gestione attiva dell'indebitamento da parte degli enti locali territoriali.

L'adozione di comportamenti atti a garantire la idonea informativa, cautela e trasparenza favorisce soprattutto quegli enti per i quali non è

immediatamente congeniale l'uso degli strumenti di finanza innovativa; tali enti sono quelli cui maggiormente si rivolgono i Criteri guida, intesi come punto di riferimento condiviso, a supporto ed esplicazione della normativa e come strumento finalizzato ad agevolare la concreta operatività.

Proprio con riferimento a questa formula di *condivisione di principi base*, è rilevante l'*iter* che si è seguito per la definizione dei "Criteri guida". Infatti, fondamentale è stata la sottoposizione ai competenti Uffici ministeriali dai quali si è a suo tempo ricevuto un informale parere positivo.

La normativa di blocco dell'uso di strumenti derivati sancita dalla legge 133 dell'agosto scorso e gli annunciati nuovi interventi di messa a punto del quadro normativo di riferimento hanno reso necessario sospendere la diramazione dell'importante documento. Superato il regime di blocco e completato il contesto normativo, verrà valutata l'opportunità di finalizzare il progetto con l'integrazione e l'aggiornamento dei Criteri e la divulgazione degli stessi.

Appendice 1 – Esempi di operazioni consentite

INTEREST RATE SWAP (I.R.S.)

Questa operazione, prevista dalla lettera a) del decreto, consiste nello scambio tra un tasso fisso ed un tasso variabile, per una durata ed un importo nominale prestabiliti (debito residuo della/e passività cui si riferisce), e quindi ha l'effetto di modificare la tipologia del tasso complessivamente pagato, passando da fisso a variabile o viceversa.

Si fornisce di seguito un esempio della predetta operazione:

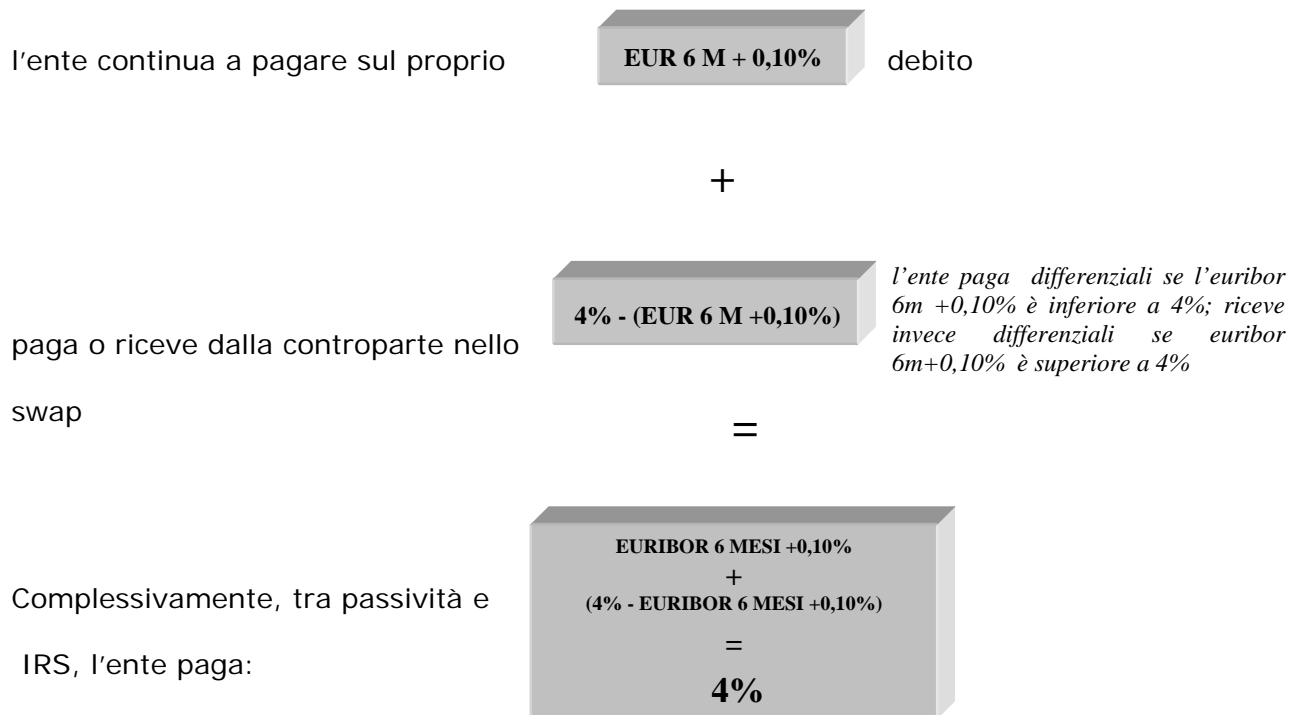
L'ente intende trasformare per un certo periodo (che può anche essere inferiore alla vita residua della passività sottostante) il tasso variabile di una propria passività indicizzata ad euribor 6 mesi + 0.10% in tasso fisso. Supponiamo che il tasso fisso di mercato corrispondente ai flussi variabili della passività venga concordato tra le controparti sul livello del 4,00%.

Di conseguenza:

- **l'ente riceve dalla banca (*Receiver leg*):** un flusso corrispondente agli interessi pagati su una determinata passività, al tasso variabile dell'Euribor 6 mesi, maggiorato di uno spread dello 0,10%
- **e paga alla banca:** un flusso pari agli interessi calcolati al tasso fisso del 4,00% (*Payer leg*)

Se, come accade nella maggioranza dei casi, i flussi incassati e pagati presentano la medesima periodicità e scadenza, avviene che, periodo per periodo, vengano regolati solamente i differenziali (c.d., *netting*), cioè la differenza tra gli interessi a debito e a credito per l'ente nello swap.

Considerando l'operazione nel suo complesso quindi



In definitiva, il costo del debito dell'ente (euribor + 0.10%), è sostituito dalla payer leg dello swap.

IRS STEP-UP

Questa operazione, anch'essa rientrante nella lettera a) del decreto, consiste nell'applicazione di tassi fissi crescenti nel tempo. Ad esempio:

- **l'ente riceve dalla banca:** un flusso corrispondente agli interessi pagati su una determinata passività, ad esempio al tasso variabile dell'euribor 6 mesi, maggiorato di uno spread dello 0,10%

- e paga alla banca: dal 1° al 3° anno, il 2,50% annuo

dal 4° al 7° anno, il 3,10% annuo

dal 8° al 10° anno, il 4,00% annuo

FORWARD RATE AGREEMENT

Questo strumento, previsto alla lettera b) del decreto, è un contratto su tassi di interesse in base al quale due controparti si impegnano a scambiare ad una data futura prestabilita un certo ammontare calcolato sulla base di:

- un tasso di interesse fisso predeterminato al momento della stipula
- un tasso di interesse variabile rilevato puntualmente alla data futura prestabilita
- un ammontare nominale di riferimento.

A fronte di questa operazione, in una data futura prefissata, il **compratore** del contratto riceverà dal venditore il differenziale tra il tasso di mercato del momento (il "Fixing") ed il tasso fisso indicato nell'accordo (il "tasso FRA"), se il primo risulta superiore al secondo. Viceversa, se il tasso FRA risulta superiore al tasso fixing (ossia se il tasso fisso concordato è superiore al tasso variabile rilevato alla data di fixing), sarà il compratore a corrispondere tale differenziale.

L'acquisto del FRA permette quindi di fissare per un singolo periodo di interessi futuro il costo del proprio indebitamento a tasso variabile, sia per proteggersi da un eventuale rialzo dei tassi, sia per dare certezza agli oneri finanziari da iscrivere in bilancio. Si evidenzia di seguito un esempio del predetto strumento:

Si ipotizzi che un ente abbia un debito parametrato all'Euribor 6 mesi, la cui rata ha rilevazione del tasso e inizio della decorrenza degli interessi tra 3

mesi e periodicità semestrale (quindi scadenza tra 9 mesi) e che si attenda nei prossimi 3 mesi un forte rialzo dei tassi; per difendersi da questo rischio è possibile acquistare un FRA. (3x9), in cui si fissa oggi il tasso che si pagherà per il semestre che parte fra 3 mesi e termina al nono mese da oggi [ecco perché la notazione è FRA (3x9)].

Poniamo che il tasso fisso del contratto (tasso FRA) sia pari a 4,80%.

Alla data di Fixing (scadere del terzo mese) si possono ipotizzare i seguenti scenari :

1) Euribor 6 mesi = 4,60% L'ente paga un differenziale: $4,60\% - 4,80\% = - 0,20\%$

2) Euribor 6 mesi = 4,80% Nessun differenziale: $4,80\% - 4,80\% = 0$

3) Euribor 6 mesi = 5,00% L'ente riceve un differenziale: $5\% - 4,80\% = 0,20\%$

CAP

Il cap, previsto dalla lettera c) del decreto, si applica ad operazioni a tasso variabile per fissare un limite all'eventuale crescita dei tassi di interesse.

Supponiamo, ad esempio, un ente indebitato a tasso variabile pari all'euribor 6 mesi maggiorato dello 0,20%. L'ente potrebbe desiderare di contenere il tasso pagato entro valori dell'euribor del 5,50%. In una tale operazione:

- **l'ente riceve dalla banca:** la differenza, se positiva, tra il valore dell'euribor 6 mesi e la soglia del 5,50%

- **e paga alla banca:** un costo pari allo 0,23% per anno.

Da notare che il *cap*, a livello formale, può anche essere incorporato in uno *swap*, con i medesimi effetti. Nel nostro esempio:

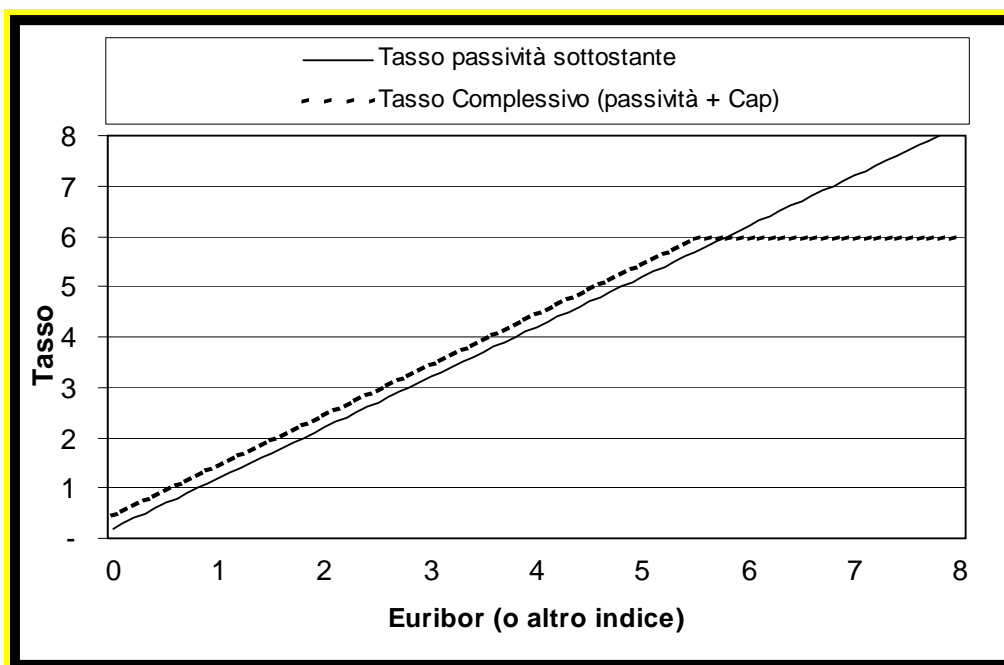
- **l'ente riceve dalla banca:** Euribor + 0,20% (tasso pagato nella passività sottostante)

- **e paga alla banca:** Euribor + 0,43% se Euribor < 5,50%

5,93% se Euribor > 5,50%

Le due tipologie contrattuali ("*cap*" o "*swap cap*") danno luogo ai medesimi scambi di differenziali (*netting*).

In questo tipo di operazioni, la variazione del tasso netto pagato dall'ente al variare del parametro Euribor, è schematizzabile nel grafico seguente:



Il premio del Cap può anche essere versato, in tutto o in parte, al momento della sottoscrizione dell'operazione, annullando o riducendo quindi lo spread versato all'istituto per coprire il costo della protezione (nell'esempio lo 0,23% in base annua). Va sottolineato che in questo caso l'importo

complessivamente versato sarà inferiore a quello derivante dalla “ratealizzazione” lungo la vita dell’operazione, in quanto quest’ultimo deve necessariamente tenere conto dell’attualizzazione dei flussi. È bene quindi che l’ente, nel caso ne abbia la disponibilità, valuti anche la possibilità dell’acquisto della copertura “*cash*”, confrontando la differenza tra quanto richiesto per il pagamento in contanti con gli interessi complessivi derivanti dall’applicazione dello spread.

COLLAR

L’operazione di acquisto collar, prevista alla lettera d) del decreto, prevede l’acquisto dello strumento cap, in combinazione con la vendita di un floor. Mentre il cap è in favore dell’ente, in quanto ha lo scopo di contenere l’effetto del rialzo dei tassi, il floor limita il beneficio derivante dalla riduzione del parametro di indicizzazione (ad esempio l’euribor 6 mesi). La combinazione dei due strumenti genera pertanto un corridoio all’interno del quale viene limitata la variazione del tasso. In sostanza, l’ente realizza una copertura dal rialzo dei tassi accettando di corrispondere differenziali negativi³ nel caso in cui il tasso variabile si posizioni al di sotto del tasso floor.

Di seguito un esempio dell’operazione appena descritta:

- **l’ente riceve dalla banca:** Euribor (tasso pagato nella passività sottostante)

- **e paga alla banca:** 3,45% (floor) se l’euribor < 3,45%%

euribor se l’euribor è compreso tra il 3,45% ed il 5,86%

5,86% (cap) se l’euribor > 5,86%

³ Nel caso di derivato che trasforma il tasso della passività sottostante da fisso a variabile con Collar (combinazione di IRS e Collar) il differenziale per valori del tasso variabile inferiori al livello floor è, in applicazione del principio di coerenza, positivo per l’ente o nullo.

Sono possibili tre diverse situazioni:

1) Euribor 6 mesi < 3,45%

l'ente continua a pagare sul proprio

debito
EUR 6 M

+

3,45% - EUR 6 M

paga alla controparte nello swap

(differenziale)

=

complessivamente, tra passività
e Collar, l'ente paga:

EURIBOR 6 MESI
+
(3,45% - EURIBOR 6 MESI)
=
3,45%

Quindi se l'euribor è al 2%
l'ente paga il 2% sulla
passività + 1,45% nel
derivato, ottenendo
complessivamente il 3,45%

2) Euribor 6 mesi compreso tra il 3,45% ed il 5,86%

L'ente continua a pagare sul proprio debito euribor 6 mesi ed ha differenziali nulli nel collar, quindi paga complessivamente euribor 6 mesi.

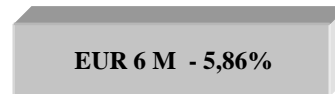
3) Euribor 6 mesi > 5,86%

l'ente continua a pagare sul proprio debito



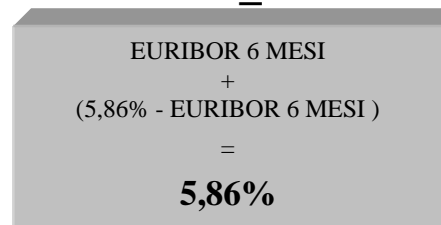
+

riceve dalla controparte nello swap



=

complessivamente, tra passività e Collar,

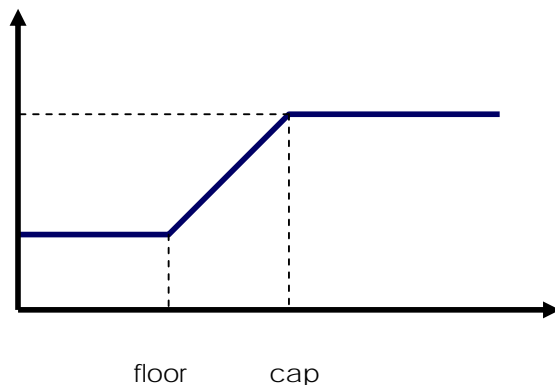


Quindi se l'euribor è al 6,50% l'ente paga il 6,50% sulla passività e riceve lo 0,64% nel derivato, ottenendo complessivamente il 5,86%

l'ente paga:

Inoltre, ove presente nella passività, il tasso pagato dall'ente (floor, euribor o cap) è maggiorato dello spread.

La variazione del tasso **netto** pagato dall'ente al variare del parametro euribor, è schematizzabile nel grafico seguente



E6

Appendice 2 – Il debito degli enti territoriali

Il debito degli enti territoriali in cifre

Tutte le informazioni che seguono, riguardanti sia gli enti territoriali che le Amministrazioni centrali, sono relative al debito di finanziamento a medio e lungo termine. Rimangono pertanto escluse le posizioni debitorie a breve termine (ad esempio spese di personale, debito verso fornitori etc.).

Secondo i dati pubblicati dalla Banca d'Italia⁴, gli enti territoriali italiani (*regioni, comuni e province ed altri enti locali*) hanno un debito complessivo al dicembre 2008 di circa 107,4 miliardi di euro, pari a circa il 6,8% del PIL ed in diminuzione di circa 3 miliardi di euro rispetto all'anno precedente.

Dal punto di vista quantitativo, tale debito rappresenta dunque il 6,4% del totale del debito pubblico italiano, mentre il restante 93,6% del debito pubblico italiano fa capo ad altre Amministrazioni pubbliche.

Il rapporto debito/PIL degli enti territoriali italiani nel loro complesso è perfettamente in linea con la media europea.

Percentuali più elevate di debito pubblico locale rispetto all'Italia si riscontrano nei Paesi a struttura federale (ad esempio Germania ed Austria) nonché in Spagna, dove l'organizzazione statale ha visto negli ultimi anni un forte processo di decentramento.

In sintesi, quindi, l'evidenza empirica mostra che nei Paesi europei dove è maggiore il trasferimento di competenze dal centro alla periferia si riscontra una tendenza fisiologica all'aumento della quota di debito pubblico che fa capo agli enti territoriali invece che all'Amministrazione centrale.

Il debito degli enti territoriali e la spesa per investimenti

Il motivo di tale tendenza è ovviamente da ricercarsi nel fatto che al decentramento delle competenze corrisponde inevitabilmente, in misura variabile, uno spostamento verso la periferia della responsabilità in materia di investimenti. Poiché una certa quota di investimenti viene finanziata ricorrendo all'indebitamento, ne deriva che una percentuale crescente di debito viene contratta dagli enti territoriali anziché da Amministrazioni centrali.

⁴ Supplementi al Bollettino Statistico: Finanza pubblica, fabbisogno e debito, N. 13 del 13 marzo 2009

Nella larga maggioranza dei Paesi europei, varie disposizioni limitano il ricorso al debito da parte degli enti territoriali alla copertura di spese d'investimento. Pertanto, diversamente da quanto avviene per il debito delle Amministrazioni centrali, che finanzia in larga parte spese di funzionamento, nel nostro Continente in generale il debito degli enti territoriali è destinato a coprire investimenti.

Così è anche da decenni in Italia, dove tale obbligo – in precedenza sancito da norme di rango ordinario, è assunto nel 2001 a principio costituzionale con la riforma dell'art. 119 Cost.

Gli enti territoriali finanziano in Italia circa l'80% della spesa pubblica per investimenti, la quota più elevata in Europa dopo il Belgio, che peraltro è uno Stato federale.

Le caratteristiche finanziarie del debito degli enti territoriali italiani

Ai sensi di legge, gli enti territoriali possono indebitarsi principalmente mediante mutui o, dal 1996, prestiti obbligazionari.

Le caratteristiche finanziarie di tali operazioni sono rigidamente fissate dalle norme italiane, che dettano la durata minima e massima, le caratteristiche dei piani di ammortamento, le tipologie di tasso ammesse (fisso o variabile con riferimento a parametri finanziari specifici), alcune caratteristiche del contratto. La percentuale massima dello spread o maggiorazione applicabile sul parametro finanziario utilizzata è anch'essa fissata da norme imperative. La Cassa depositi e prestiti non è soggetta alle norme applicate alle banche.

A concedere mutui o sottoscrivere prestiti obbligazionari sono le banche, la Cassa depositi e prestiti, altre istituzioni finanziarie come la BEI.

Il tasso d'interesse praticato dalle banche, dalla Cassa Depositi e Prestiti e dalla BEI include il margine dell'operatore.