



**Senato della Repubblica**  
**6<sup>a</sup> Commissione *Finanze e tesoro***

***Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di  
finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche  
Amministrazioni***

*Audizione del Direttore Generale della Consob  
Dott. Antonio Rosati*

**18 marzo 2009**

## **Premessa**

A nome della Consob desidero innanzitutto ringraziare il Presidente e la Commissione tutta per l'invito formulato all'Istituto a partecipare alla odierna audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti finanziari derivati nelle pubbliche amministrazioni.

L'intervento passerà in rassegna la complessa normativa vigente in materia di sottoscrizione di strumenti derivati da parte degli Enti territoriali sotto il triplice aspetto delle regole di finanza pubblica che sovrintendono il settore, delle regole di vigilanza sul rispetto delle predette regole di finanza pubblica e delle regole inerenti l'attività di collocamento da parte degli intermediari.

Prima di procedere nell'esposizione si ritiene opportuno compiere alcune precisazioni utili alla più facile comprensione di quello che verrà in seguito detto in tema di derivati *over the counter* o "OTC" e, nell'ambito di tale categoria, dei cosiddetti *interest rate swap* o "IRS". Questi ultimi, in particolare, sono contratti bilaterali, negoziati al di fuori dei mercati regolamentati, utilizzabili per gestire il rischio di tasso di interesse (anche se *swap* possono essere costruiti anche sulle valute).

La forma tipica di tale contratto, detta *plain vanilla*, prevede lo scambio tra le parti e per un certo periodo di tempo, di flussi periodici di interessi entrambi calcolati su di un importo monetario di riferimento (cosiddetto "valore nozionale" del derivato); in sostanza una parte cede all'altra un flusso di interessi a tasso fisso e riceve in cambio un flusso di interessi a tasso variabile. Questo tipo di contratto consente di trasformare una passività a tasso variabile in una a tasso fisso, o viceversa.

Un contratto *plain vanilla* può essere *par* o *non par*. I contratti *par* sono strutturati in modo tale che le prestazioni delle due controparti sono agganciate al

livello dei tassi di interesse corrente al momento della stipula del contratto; a tale data il contratto ha quindi un valore di mercato nullo per entrambe le controparti. I contratti *non par*, invece, presentano al momento della stipula un valore di mercato negativo per una delle due controparti, poiché uno dei due flussi di pagamento non riflette il livello dei tassi di mercato. In generale, i termini finanziari della transazione vengono riequilibrati attraverso il pagamento di una somma di denaro alla controparte che accetta condizioni più penalizzanti pur di incassare la somma di denaro; tale pagamento, che dovrebbe essere pari al valore di mercato negativo del contratto, prende il nome di *up front*.

I contratti di *interest rate swap* possono presentare clausole aggiuntive che li rendono molto più complessi rispetto a quelli *plain vanilla* (e vengono denominati solitamente "*esotici*"); in tali casi la determinazione dei flussi di cassa dipende da condizioni che si potranno verificare in momenti successivi alla stipula del contratto o da formule matematiche complesse. Ad esempio, nel caso dei contratti con strutture cosiddette *collar*, una delle due controparti paga il tasso variabile solo se esso rimane entro un determinato "*corridoio*", definito da un tetto (cosiddetto *cap*) e da un valore minimo (cosiddetto *floor*). Anche tali contratti "esotici" possono essere *par* o *non par*.

Una indagine conoscitiva condotta nel 2004 dalla Consob aveva evidenziato che già allora erano molto diffusi contratti con valore di mercato negativo per gli Enti locali (circa il 70% dei contratti era in perdita), anche se non era chiaro in che misura ciò derivasse da rinegoziazioni di precedenti contratti o piuttosto da nuovi contratti *non par* che prevedevano l'incasso di una somma *up front* per gli Enti.

In sostanza, le operazioni di rinegoziazione dei contratti derivati, a seguito di operazioni di ristrutturazione del debito, prevedono già in partenza condizioni di sfavore per gli Enti o implicano l'assunzione di rischi aggiuntivi che fanno sì che la probabilità che gli Enti stessi possano effettivamente beneficiare da tali contratti, in termini di protezione dal rischio di tasso di interesse, rimane assai remota.

## **1. Le regole della finanza pubblica che sovrintendono all'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali.**

Uno dei principi più importanti contenuti nel Trattato di Maastricht del 1992 (così come integrato nel 1997 ad Amsterdam) è quello secondo il quale i singoli Stati membri hanno una piena discrezionalità nell'allocazione delle risorse interne, mentre gli stessi non hanno la disponibilità dei saldi complessivi della finanza pubblica.

Da questo principio generale sono discesi per l'Italia - così come per tutti i Paesi membri - due importanti corollari:

- a) dal 1992 il principio generale di sana gestione finanziaria (peraltro già presente nella carta Costituzionale agli articoli 81 e 97) non opera più soltanto come vincolo costituzionale, ma si eleva a vincolo comunitario per la stessa Repubblica italiana;
- b) nasce la necessità di apportare una modifica dell'assetto finanziario dello Stato e delle sue organizzazioni interne.

Per queste ragioni in quegli anni si avvertì in Italia la necessità di dotare l'ordinamento interno di un disegno unitario che coordinasse complessivamente la finanza pubblica ed al contempo garantisse il rispetto dei parametri stabiliti a livello comunitario.

Nacque così quel complesso di istituti che prende il nome di *Patto di Stabilità Interno*, avviato con la **Legge Finanziaria per il 1999** (L. 448/98), che impone la determinazione annuale del tetto di spesa che le diverse categorie di enti possono raggiungere nonché un coordinamento della finanza pubblica da parte dello Stato mediante la determinazione di appositi principi contenuti nel documento di programmazione economico-finanziaria.

Il processo di modifica dell'assetto finanziario dello Stato - determinato anche dal graduale decentramento amministrativo, dal rafforzamento del sistema delle autonomie e dalla riforma del titolo V (rubricato "*Le Regioni, le Province, i Comuni*") della Parte II della Costituzione - ha comportato un sensibile spostamento

dell'asse della finanza pubblica verso gli enti ad autonomia territoriale e la necessità che tutte le amministrazioni pubbliche, concorrendo agli obiettivi fissati a livello comunitario, adottino sistemi contabili uniformi e garantiscano la trasparenza e la verificabilità delle rispettive decisioni di entrata e di spesa.

In questo modo si è passati da un sistema di finanza pubblica *derivata* ad un sistema di finanza pubblica *decentrata*.

Un primo passo in questo senso si era in realtà già realizzato nel 1994 con l'apertura del credito privato alle amministrazioni locali.

L'art. 35 della **Legge Finanziaria per il 1995** (L. 724/1994) consentì agli Enti territoriali di emettere prestiti obbligazionari ed eliminò il regime di monopolio della Cassa Depositi e Prestiti nell'esercizio del credito a favore di Regioni, Province e Comuni.

[Si ricorda qui incidentalmente che in precedenza l'assetto finanziario italiano si basava sulla centralizzazione della programmazione e della raccolta delle risorse, associata a trasferimenti statali con vincolo di destinazione a favore degli Enti locali. Era fortemente centralizzato anche l'indebitamento delle amministrazioni pubbliche (prevalentemente a tasso fisso e a medio-lungo termine) attraverso la funzione di intermediazione finanziaria svolta dallo Stato, in particolare dalla Cassa Depositi e Prestiti e dal Crediop.]

Già a partire dal 1996 (ossia con la legge 20 dicembre 1995, n. 539 e il DM 5 luglio 1996, n. 420) è stato consentito agli Enti territoriali di effettuare operazioni di *swap* su tassi di cambio (obbligatorie per i debiti in valuta), mentre è stata esclusa la facoltà di porre in essere operazioni in derivati che modificavano la struttura del debito. La *ratio* di tali disposizioni rispondeva fondamentalmente alla preoccupazione di evitare che gli strumenti derivati fossero utilizzati per rinviare agli esercizi futuri gli oneri relativi al servizio del debito.

Ma è solo dal 2000, proprio in ragione della progressiva riduzione dei trasferimenti, che lo Stato ha consentito agli Enti locali di accedere direttamente al mercato dei capitali anche mediante l'emissione di prestiti obbligazionari ed ha

dettato una disciplina generale in materia di salvaguardia degli equilibri di bilancio degli enti locali contenuta nel Testo Unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali (D. Lgs. 18 agosto 2000, n. 267).

E' questo il quadro in cui deve essere inserito il tema generale della gestione del debito da parte delle Regioni e degli Enti territoriali nonché dell'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli stessi.

Nel 2003 (ossia col D.M. Economia 1 dicembre 2003, n. 389 e con la Circolare esplicativa dello stesso Ministero 27 maggio 2004, n. 128 che danno attuazione all'art. 41, comma 1, della **Legge Finanziaria per il 2002** – L. 448/2001) il Legislatore ha dettato per la prima volta una disciplina di finanza pubblica relativa alla conclusione di contratti derivati da parte degli Enti territoriali.

Con essa sono stati posti taluni vincoli all'operatività in derivati da parte degli Enti territoriali che qui si richiamano brevemente:

- l'utilizzo dei derivati viene consentito solo in relazione alla gestione delle effettive passività e, quindi per finalità esclusivamente di copertura dei rischi (è dunque esclusa qualsiasi finalità speculativa);
- è altresì consentito porre in essere operazioni di copertura del rischio di tasso di interesse solo di tipo cosiddetto *plain vanilla*, cioè secondo figure contrattuali standard esplicitamente individuate (*swap* di tasso di interesse, *forward rate agreement*, acquisto di "cap" e di "collar"). Viceversa viene vietato l'utilizzo di leve o moltiplicatori nel calcolo dei parametri per lo scambio di flussi finanziari (ad esempio lo scambio di 2 volte il tasso variabile contro due volte il tasso fisso, etc.);
- è possibile utilizzare derivati per effettuare operazioni di ristrutturazione del debito - cioè operazioni volte a cambiare il piano di ammortamento del debito - solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella della sottostante passività. Tali operazioni in derivati non devono però prevedere un flusso crescente di valori attuali, cioè un profilo di rimborso della passività in cui

l'onere della restituzione del capitale (e eventualmente anche degli interessi) è concentrato verso la scadenza della passività.

- le operazioni in strumenti derivati sono consentite solo in contropartita con intermediari aventi un rating pari almeno alla soglia dell'investment grade e, qualora l'operatività in derivati arrivi a superare i 100 milioni di euro, l'esposizione verso ogni intermediario non può superare il 25% dell'esposizione complessiva.

Successivamente con la **Legge Finanziaria per il 2007** (L. 296/2006), all'art. 1, commi da 736 a 740, il Legislatore ha ulteriormente specificato che gli Enti territoriali possono porre in essere operazioni di gestione del debito tramite l'utilizzo di strumenti derivati solamente "in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti", che le operazioni in derivati "devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato" e che, a partire dal 1° gennaio 2007, i contratti con cui gli Enti territoriali "pongono in essere le operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e le operazioni in strumenti derivati devono essere trasmessi, a cura degli enti contraenti, al Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro. Tale trasmissione, che deve avvenire prima della sottoscrizione dei contratti medesimi, è elemento costitutivo dell'efficacia degli stessi"<sup>1</sup>.

A sua volta la **Legge Finanziaria per il 2008** (L. 244/2007), all'art. 1, commi da 381 a 384, ha previsto, tra l'altro, che gli strumenti finanziari, anche derivati, sottoscritti da Enti territoriali "devono recare le informazioni ed essere redatti secondo le indicazioni specificate in un decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, da emanare sentite la CONSOB e la Banca d'Italia. Il Ministero dell'Economia e delle Finanze verifica la conformità dei contratti al decreto".

La sanzione prevista in caso di mancato rispetto di questa regola consiste nella inefficacia del contratto oltre che nella comunicazione alla Corte dei Conti per

---

<sup>1</sup> Il contratto, pertanto, resta valido ma non produce i suoi effetti tra le parti.

l'adozione dei provvedimenti rientranti nella sua competenza.

Il **Decreto Legge 25 giugno 2008, n. 112** (v. art. 62) ha disposto l'emanazione di un regolamento da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la CONSOB, teso ad individuare *“la tipologia degli strumenti finanziari derivati”* che gli Enti possono stipulare e a stabilire *“i criteri e le condizioni per la conclusione delle relative operazioni”*. Contestualmente, il comma 1 dello stesso articolo ha fatto espresso divieto agli Enti territoriali di *“stipulare fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 2, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dall'articolo 1, comma 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nonché di ricorrere all'indebitamento attraverso contratti che non prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento comprensive di capitale e interessi”* e *“comunque per il periodo di un anno decorrente dalla data di entrata in vigore del presente decreto”*.

Da ultimo, infine, è nuovamente intervenuta sulla materia la **Legge Finanziaria per il 2009** (L. 203/2008) che, all'art. 3, ha riformulato il disposto dell'art. 62 del D.L. n. 112/2008, stabilendo, tra l'altro, che:

- il Ministero dell'Economia e delle Finanze – attraverso uno o più regolamenti da emanare sentite la Consob e la Banca d'Italia – *“individua la tipologia dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dall'art. 1, comma 3 del TUF che gli Enti (incluse le regioni) possono concludere e indica le componenti derivate, implicite o esplicite, che gli stessi Enti hanno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento”*;
- *“al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati nonché delle clausole relative alle predette componenti derivate, la medesima regolamentazione individua anche le informazioni, rese in lingua italiana, che gli stessi devono contenere”*;
- la nullità dei contratti stipulati in violazione delle disposizioni contenute nell'emananda regolamentazione può essere fatta valere solo dall'Ente;
- agli Enti *“è fatto divieto di stipulare fino all'entrata in vigore della suddetta*



*regolamentazione, e comunque per il periodo minimo di un anno decorrente dall'entrata in vigore del citato decreto-legge, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati*;

- le precedenti disposizioni relative all'utilizzo degli strumenti derivati da parte degli Enti territoriali *“sono abrogate dalla data di entrata in vigore della suddetta regolamentazione”*.

## **2. Il sistema di vigilanza sul rispetto delle norme di contabilità pubblica relative alla sottoscrizione di strumenti derivati da parte di Enti territoriali.**

L'accesso al mercato dei capitali da parte degli Enti territoriali è sottoposto ad un articolato sistema di vigilanza che si compone di **controlli interni**, demandati all'Organo Consiliare e al Collegio dei Revisori, e di **controlli esterni**, demandati al Ministero dell'Economia e delle Finanze e alla Corte dei Conti.

All'interno di ciascun **Ente territoriale** la competenza generale a decidere gli equilibri di bilancio nonché l'accesso o meno al mercato dei capitali spetta, in base al Testo Unico delle leggi sull'ordinamento degli Enti territoriali, all'**Organo Consiliare** (Consiglio comunale, provinciale, regionale, delle città metropolitane, ecc.).

Inoltre il soggetto competente per l'Ente che sottoscrive un contratto relativo a strumenti finanziari derivati o un contratto di finanziamento che include una componente derivata, deve attestare "*per iscritto di avere preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi*" (cfr. art. 62, comma 4, D.L. n. 112 del 2008 così come modificato dall'art. 3, comma 1 della Legge Finanziaria per il 2009).

Al **Collegio dei Revisori**, organo dell'Ente nominato per tre anni dallo stesso Consiglio, è attribuito il compito di vigilare "*sulla regolarità contabile, finanziaria ed economica della gestione*" dell'Ente (art. 239, comma 1, lett. c, del Testo Unico Enti territoriali).

Gli Enti, infine, devono allegare al bilancio di previsione e al bilancio consuntivo una nota informativa che evidenzia gli oneri e gli impegni finanziari, rispettivamente stimati e sostenuti, derivanti da tali contratti (cfr. art. 62, comma 8, cit.).

Nell'ambito della liberalizzazione dell'accesso al mercato da parte degli Enti territoriali, per operazioni di finanziamento degli stessi, al **Ministero dell'Economia**

**e delle Finanze** è stata attribuita la responsabilità del coordinamento dell’“accesso ai mercati dei capitali” degli Enti territoriali (art. 41, L. 448/2001).

Per questa ragione il Ministero dell’Economia e delle Finanze svolge innanzi tutto una funzione di monitoraggio costante del livello e della tipologia dei finanziamenti stipulati dagli Enti, nonché delle operazioni su derivati relative ai finanziamenti stessi.

Gli Enti, peraltro, sono tenuti a comunicare *“periodicamente allo stesso Ministero i dati relativi alla propria situazione finanziaria”*. [Come ha precisato il D.M. 1° dicembre 2003, n. 389 gli Enti territoriali devono comunicare entro il giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre di ogni anno al Dipartimento del Tesoro del Ministero dell’Economia e delle Finanze i dati relativi, tra l’altro, alle operazioni derivate concluse e ai titoli obbligazionari emessi nonché alle operazioni di cartolarizzazione concluse.]

L’art. 1, comma 737, della Legge Finanziaria per il 2007 ha stabilito che i contratti con cui gli Enti territoriali *“pongono in essere le operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e le operazioni in strumenti derivati devono essere trasmessi, a cura dei contraenti, al Ministero dell’Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro. Tale trasmissione, che deve avvenire prima della sottoscrizione dei contratti medesimi, è elemento costitutivo dell’efficacia degli stessi”*.

Il Ministero dell’Economia, infine, è ora tenuto a trasmettere mensilmente alla Corte dei conti copia della documentazione ricevuta in relazione ai contratti relativi agli strumenti finanziari derivati sottoscritti dagli Enti territoriali (cfr. art. 62 comma 7 D.L. n. 112 del 2008 così come modificato dall’art. 3, comma 1 della Legge Finanziaria per il 2009).

La **Corte dei Conti** ha il compito di verificare, al fine del coordinamento della finanza pubblica, il rispetto degli equilibri di bilancio da parte delle Regioni e di altri enti, in relazione al Patto di Stabilità Interno e ai vincoli derivanti dall’appartenenza dell’Italia all’Unione europea (art. 7, comma 7, legge 5 giugno 2003, n. 131) nonché

## CONSOB

di assicurare la sana gestione finanziaria degli Enti territoriali (art. 1, comma 168, Legge 23 dicembre 2005, n. 266 – Legge Finanziaria per il 2006).

Alla Corte, infine, vengono comunicate dal Ministero dell'Economia - *”per l'adozione dei provvedimenti di sua competenza“* - le operazioni poste in essere in violazione delle regole fissate dai commi 382 e 383 dell'art. 1 della Finanziaria per il 2008.

La **Consob** non ha alcuna specifica competenza istituzionale in materia di controllo della finanza pubblica.

### **3. Le regole in materia di collocamento di strumenti derivati OTC a Enti territoriali da parte degli intermediari: inquadramento generale.**

I derivati sottoscritti dagli Enti Locali sono contratti che, essendo confezionati ‘su misura’ per i singoli Enti, si caratterizzano per un basso livello di standardizzazione e per il fatto di essere conclusi ‘fuori mercato’ (*Over the Counter - OTC*).

Pertanto, diversamente da quanto accade per i derivati che vengono emessi in serie e con caratteristiche standardizzate, i derivati OTC non sono destinati alla circolazione e non hanno prezzi di riferimento generati in mercati secondari liquidi.

Più in generale, si può affermare che, proprio per questa loro caratteristica, gli stessi risultano privi di quelle tutele e garanzie che l’ordinamento ha riservato ai contratti standardizzati.

Tra queste tutele - che mancano per i derivati OTC e che invece l’ordinamento impone in relazione ai prodotti derivati trattati sui mercati regolamentati – vale la pena menzionare quella connessa all’esistenza di una controparte centrale che garantisce il buon fine delle operazioni e che rappresenta, in sostanza, un meccanismo pubblico e trasparente di valorizzazione giornaliera del valore di mercato dei prodotti (cosiddetto *marking to market*). Nei contratti derivati OTC, pertanto, gli operatori si assumono in proprio il “rischio di controparte”.

Per i prodotti derivati OTC, inoltre, non sono previsti strumenti e modalità di verifica "preventiva" dei contratti all'atto della loro ingegnerizzazione o della loro commercializzazione da parte degli intermediari.

Per essi non trova applicazione la disciplina dell'"appello al pubblico risparmio" ed in particolare la disciplina del prospetto informativo, in considerazione del fatto che, come già accennato, i derivati OTC sono commercializzati secondo tempi ed oggetti "disegnati su misura" del singolo cliente (e dei rischi a cui copertura il derivato dovrebbe tendere).

Non si realizzano pertanto le condizioni di un'offerta standardizzata al pubblico che costituiscono il presupposto per l'operare della "*disciplina del prospetto*".

L'attività degli intermediari (banche o imprese di investimento) nel collocamento di strumenti derivati *over the counter* (OTC) agli Enti territoriali è principalmente riconducibile alla **prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio**, con assunzione diretta di posizioni nei confronti della clientela. [E' infatti molto raro che gli intermediari operino nell'ambito dei servizi di 'negoziazione per conto terzi' e 'ricezione e trasmissione di ordini', ossia facendo eseguire l'ordine all'interno del gruppo di riferimento mediante il conferimento di un mandato *ad hoc* all'operatore *captive* specializzato.]

La prestazione di tale servizio di investimento nei confronti del pubblico è disciplinata in via generale dalle norme del Testo unico della finanza (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni) e sottoposta alle regole di vigilanza italiana solamente nei casi in cui l'intermediario abbia ricercato i propri clienti in Italia mediante attività promozionali, pubblicitarie, indirizzando la propria attività a clientela italiana (ad esempio *via internet ecc.*).

Viceversa qualora un cliente italiano (nel nostro caso un Ente locale) prenda, di propria iniziativa, contatti con un intermediario residente in uno Stato estero (comunitario o non comunitario), le regole di condotta applicabili (e la relativa vigilanza) sono quelle vigenti in tale Stato estero. In questi casi l'attività fuoriesce dall'ambito della giurisdizione italiana.

In base all'accennato "principio di territorialità", qualora un intermediario ricerchi i propri clienti in Italia, si applicheranno le regole e la vigilanza italiani, con una sola, ma rilevante eccezione introdotta dalla direttiva n. 2004/39/CE (Direttiva MiFID): gli intermediari comunitari operanti *cross border* in regime di "libera prestazione di servizi", ossia senza stabilire una succursale nel Paese ospitante, sono soggetti alla disciplina ed alla vigilanza del proprio Paese di origine. Così un intermediario inglese che operasse in libera prestazione in Italia contattando clienti italiani rimarrebbe soggetto alla disciplina (di derivazione comunitaria) ed alla

vigilanza del Paese d'origine.

Resta invece sottoposto alla vigilanza del Paese ospitante (nell'esempio l'Italia) il rispetto delle regole di condotta da parte degli intermediari comunitari operanti per il tramite di una succursale.

Il TUF stabilisce che, indipendentemente dalla natura dell'investitore, gli intermediari autorizzati devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati.

In termini quantitativi il dato concernente casi di "iniziativa del cliente" - ente locale che conclude un derivato con un intermediario estero o che è contattato da banche o imprese di investimento comunitarie (di norma inglesi) operanti in libera prestazione di servizi appare significativo, e tale da coprire circa i 2/3 dei contratti derivati attualmente in essere.

## **4. L'attività svolta dalla CONSOB**

### ***4.1 L'attività di vigilanza***

Dopo l'indagine conoscitiva svolta dalla Consob nel 2004, la Commissione ha avviato specifiche azioni di vigilanza, esaminando in dettaglio l'operatività dei principali gruppi bancari nazionali operanti, sul mercato dei derivati OTC, con imprese non finanziarie ed Enti territoriali.

In particolare, la Commissione ha effettuato, anche in collaborazione con la Banca d'Italia, verifiche ispettive, al fine di indagare le modalità adottate dagli intermediari per la cosiddetta "ingegnerizzazione" dei prodotti derivati OTC e la loro "distribuzione" ai clienti non finanziari, con riguardo alle procedure organizzative, alle metodologie di classificazione della clientela e alle politiche di incentivazione del personale [come si è avuto modo di riferire già nell'audizione della Consob del 30.10.2007 presso la VI Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati].

Le verifiche condotte hanno messo in luce che i prodotti derivati OTC sono stati generalmente proposti alla clientela come strumenti di copertura. Tuttavia i processi e le prassi aziendali degli intermediari sono risultati non coerenti con tale politica commerciale. Si è spesso rilevata la mancanza di presidi che potessero garantire il rispetto dei requisiti minimi atti ad assicurare che le operazioni proposte alla clientela fossero effettivamente definibili di copertura. E' stato inoltre rilevato che i derivati erano sovente, per loro stessa costruzione, inadatti al soddisfacimento dei bisogni di copertura di aziende non finanziarie o di enti pubblici.

Gli accertamenti hanno confermato la circostanza per cui imprese ed Enti locali venivano quasi sempre classificati come operatori qualificati, in virtù della espressa dichiarazione di competenza ed esperienza in materia di investimenti finanziari rilasciata dai legali rappresentanti e quindi privi delle tutele riconosciute all'investitore *retail*.



Si è poi rilevato che in alcuni casi non erano presenti procedure aziendali atte a ricostruire a posteriori e a giustificare il *pricing* dei contratti stipulati con la clientela; negli accertamenti si è avuta evidenza che il prezzo dei contratti era spesso particolarmente vantaggioso per le banche. In sostanza, i derivati erano proposti alla clientela come contratti alla pari, o cosiddetti *par*, mentre in realtà presentavano un valore di mercato negativo per imprese ed Enti locali. L'evoluzione sfavorevole delle grandezze economiche di riferimento dei contratti ha in alcuni casi portato ad un sostanziale accrescimento delle perdite per i clienti.

A conclusione dell'indagine e degli accertamenti descritti, la Consob ha avviato e concluso procedimenti sanzionatori per la violazione della normativa di settore, con specifico riguardo alle procedure aziendali, risultate non idonee a garantire la ordinata, corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti derivati OTC. I procedimenti hanno riguardato sia carenze nella fase di "produzione" (procedure di ingegnerizzazione dei prodotti e di *pricing*, governo del processo produttivo da parte del vertice aziendale) sia nella fase "distributiva" (selezione della clientela, selezione delle operazioni e vigilanza degli addetti).

Più recenti iniziative di vigilanza hanno confermato la diffusione degli strumenti derivati OTC fra le imprese non finanziarie; si tratta, come già emerso nei precedenti accertamenti, di derivati acquisti per finalità di copertura ma in realtà molto complessi e sofisticati e spesso con una struttura di tipo *non par*. Di regola, tali contratti prevedevano un periodo iniziale (solitamente della durata di un anno) in cui l'impresa riceveva pagamenti dall'intermediario, ma successivamente, per effetto di complessi ulteriori derivati incorporati nel contratto di base, vi era una elevata probabilità di dovere corrispondere differenziali crescenti a vantaggio dell'intermediario.

Nella prospettiva dell'attuazione della MiFID la CONSOB ha avviato nel 2008 un'azione di monitoraggio anche sulle procedure dei maggiori gruppi bancari in materia di derivati OTC e strumenti finanziari illiquidi.

#### ***4.2 La collaborazione alla elaborazione della normativa***

Alla Consob è stato richiesto dal Legislatore<sup>2</sup> di fornire al Ministero dell'Economia e delle Finanze la propria collaborazione (unitamente alla Banca d'Italia) nell'emanazione della normativa ministeriale di attuazione alla normativa primaria al fine di elevare i requisiti di trasparenza delle operazioni concluse dagli Enti territoriali e di favorire una maggiore consapevolezza nei responsabili degli Enti stessi circa i costi e i rischi connessi.

Gli uffici della Consob stanno collaborando da tempo, unitamente alla Banca d'Italia, con i competenti Uffici del Ministero dell'Economia per l'attuazione dell'art. 62 del D.L. n. 112/2008, convertito nella Legge n. 133/2008 (e, già in precedenza, per l'attuazione dell'art. 1, commi 381 e 382, della Legge Finanziaria per il 2008), con specifico riferimento alle informazioni che i contratti devono contenere e agli adempimenti connessi alla loro conclusione.

Nell'ambito di tali lavori la Consob, con il supporto della Banca d'Italia, ha proposto l'inserimento nei contratti relativi a strumenti finanziari derivati di informazioni concernenti i costi, anche impliciti, delle operazioni e i rischi ad esse

---

<sup>2</sup> L'art. 1, commi 381 e 382, della L. **24 dicembre 2007, n. 244 (Finanziaria per il 2008)** prevede che i contratti di strumenti finanziari, anche derivati, sottoscritti da regioni ed enti locali "devono recare le informazioni ed essere redatti secondo le indicazioni specificate in un decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, da emanare sentite la CONSOB e la Banca d'Italia. Il Ministero dell'economia e delle finanze verifica la conformità dei contratti al decreto".

L'art. 62, comma 2, del D.L. 25 giugno 2008, n. 112 (convertito nella L. n. 133/2008) prevede che "il Ministero dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa, con regolamento (...) individua la tipologia degli strumenti finanziari derivati che (le Regioni e gli altri Enti territoriali) possono stipulare e stabilisce i criteri e le condizioni per la conclusione delle relative operazioni".

Infine, l'art. 3, comma 1, della L. 22 dicembre 2008, n. 203 (Finanziaria per il 2009), ha sostituito il citato articolo 62, comma 2, del D.L. n. 112/2008 con la seguente nuova norma "il Ministero dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa, con uno o più regolamenti (...) individua la tipologia dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dall'art. 1, comma 3, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, che (le Regioni e gli altri Enti territoriali) possono concludere, e indica le componenti derivate, implicite o esplicite, che gli stessi enti hanno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento. Al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati nonché delle clausole relative alle predette componenti derivate, il medesimo regolamento individua altresì le informazioni, rese in lingua italiana, che gli stessi devono contenere".

relativi, desunte dall'applicazione di un apposito approccio metodologico dettagliatamente illustrato in apposite istruzioni tecniche applicative (vedi allegato) e di cui si parlerà più a fondo in seguito.

Peraltro si segnala come alcune delle indicazioni della Consob sono già state fatte proprie dal Legislatore che nella Legge Finanziaria per il 2009 (L. 22 dicembre 2008, n. 203), all'articolo 3, comma 1, ha previsto espressamente che *“il Ministero dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa, con uno o più regolamenti (...) individua la tipologia dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dall'art. 1, comma 3, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, che (le Regioni e gli altri Enti territoriali) possono concludere, e indica le componenti derivate, implicite o esplicite, che gli stessi enti hanno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento. Al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati nonché delle clausole relative alle predette componenti derivate, il medesimo regolamento individua altresì le informazioni, rese in lingua italiana, che gli stessi devono contenere”*.

Torneremo più tardi su questi temi.

## 5. Le regole in materia di collocamento “dopo la MiFID”.

Le regole disciplinanti la prestazione dei servizi di investimento sono di fonte comunitaria. Dapprima la dir. n. 93/22/CEE si limitava a prescrivere un contenuto di "principio" delle regole armonizzate (armonizzazione minima); successivamente con la MiFID (dir. n. 2004/39/CE) e le relative misure di esecuzione comunitaria l'armonizzazione è divenuta ampia (se non massima).

E' principio perdurante quello per il quale il grado di pervasività delle regole di condotta è graduato in ragione della natura del cliente: se il cliente è *retail* (al dettaglio) più articolato e pervasivo è il quadro delle regole da rispettare; se il cliente è qualificato (o professionale secondo la nuova formulazione) la regola di condotta si ferma, di norma, ad uno standard di principio.

Nel quadro precedente la MiFID (e quindi **fino al 1° novembre 2007**) [non vi era una nozione comunitaria armonizzata di operatore qualificato o professionale<sup>3</sup>. Al fine operava una disposizione regolamentare della CONSOB] l'art. 31 del Regolamento n. 11522/1998), prevedeva che "*per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV..., nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante*".

Anche nel precedente quadro di riferimento, pur dinnanzi a "clienti qualificati" avevano piena vigenza i "criteri generali" di condotta prescritti dall'ordinamento (art. 21, comma 1, del TUF), primo fra tutti il dovere, incombente sugli intermediari, di "*comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati*".

---

<sup>3</sup> La dir. n. 93/22/CEE (c.d. ISD), nel dettare regole di condotta generali cui gli Stati membri avrebbero dovuto ispirare i propri ordinamenti, si limitava a prevedere che tali regole dovevano "essere applicate in modo da tenere conto della natura professionale della persona cui è fornito il servizio" (art. 11, par. 1).

Gli intermediari erano comunque tenuti (ai sensi dell'art. 56 del Regolamento Consob n. 11522/1998) a dotarsi di meccanismi e criteri ("*procedure interne*") idonei a guidare la condotta dell'impresa verso gli obiettivi di correttezza e diligenza, a vigilare sui comportamenti degli addetti, e a ricostruire l'operatività posta in essere.

Non trovavano invece applicazione, dinnanzi ad un operatore qualificato, le specifiche regole "di dettaglio" dei menzionati criteri generali, quale ad es. quella che imponeva la valutazione di adeguatezza degli investimenti rispetto al profilo del cliente, o l'informativa allo stesso "sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione".

Con la MiFID (la cui disciplina di recepimento è entrata in vigore, come prescritto dalle disposizioni comunitarie, **dal 1° novembre 2007**) è stata prevista, in continuità con il precedente quadro comunitario, una graduazione delle norme applicabili in ragione della classificazione conferita ai clienti.

In particolare la MiFID distingue gli investitori, a motivo della loro professionalità, tra clienti al dettaglio (o *retail*), clienti professionali e controparti, definendo in modo articolato i meccanismi di classificazione e le relative conseguenze.

L'appartenenza all'una o all'altra categoria determina una diversa ampiezza delle tutele previste nell'ambito della prestazione di tutti o alcuni servizi di investimento; tali tutele, infatti, si graduano da quelle più ampie assicurate ai "clienti al dettaglio" fino alla disapplicazione di alcune importanti disposizioni per le "controparti qualificate"<sup>4</sup>. E' peraltro sempre possibile per ogni cliente richiedere un trattamento di maggior tutela rispetto a quello della categoria di appartenenza.

---

<sup>4</sup> In breve gli intermediari nella relazione con gli investitori devono rispettare le seguenti regole:

- nella relazione con "controparti qualificate" gli intermediari non sono tenuti al rispetto delle regole di condotta, fatta eccezione, per i principi in materia di "conflitto di interessi" e di procedure ed organizzazione interna;
- nei confronti di "clienti professionali" siano essi "di diritto" o "su richiesta" gli intermediari sono tenuti al rispetto del nucleo generale della regola di condotta e non alle singole enunciazioni di dettaglio della stessa. Così, oltre al dovere di correttezza e trasparenza, gli intermediari, nella prestazione dei servizi di consulenza e di gestione di portafogli sono tenuti a valutare l'adeguatezza delle operazioni al profilo del cliente: tuttavia, in presenza di un cliente professionale, potranno presumere che lo stesso abbia la esperienza e la conoscenza adeguati all'operazione, e, nel caso di clienti professionali di diritto, che il cliente sia "finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento";

Più in dettaglio:

- con riferimento alle “controparti qualificate”, la direttiva fornisce un’elencazione dei soggetti appartenenti a tale categoria, conferendo agli Stati membri la possibilità di ampliare l’elenco;
- con riferimento ai “clienti professionali”, essi sono individuati come quei clienti che possiedono l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assumono. All’interno di tale categoria la direttiva compie una distinzione: da un lato vi sono quei soggetti che, per loro natura, si debbono ritenere professionali, ossia “professionali di diritto” (banche, imprese di investimento, compagnie di assicurazione; imprese di grandi dimensioni...), dall'altro i clienti che possono richiedere tale trattamento (“professionali su richiesta”). I soggetti appartenenti alla sotto-categoria dei “professionali di diritto” sono elencati dalla stessa direttiva; quanto ai “professionali su richiesta”, si tratta di soggetti che, non appartenendo alla precedente categoria, possono tuttavia chiedere in modo specifico di essere trattati come professionali. In questo caso, la classificazione come professionali è subordinata ad una effettiva valutazione, da parte dell'intermediario che presta il servizio, della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente<sup>5</sup>, con applicazione di una specifica procedura di classificazione.

- 
- nei confronti di clienti "al dettaglio" o dinnanzi a clienti professionali che chiedano di essere trattati come clienti "al dettaglio" si ha un'applicazione integrale delle regole di condotta che peraltro hanno subito (rispetto al quadro precedentemente vigente) una significativa rielaborazione per scelta del legislatore comunitario (così il dovere di informazione che l'intermediario deve rendere al cliente è, di norma, un'informazione sulla "tipologia" di strumento finanziario e non necessariamente sul "singolo" strumento finanziario; il dovere per l'operatore di conoscere il proprio cliente e di valutare l'idoneità delle scelte di investimento è articolato in ragione del servizio di investimento interessato: ampia e doverosa conoscenza del cliente, nei servizi di consulenza e di gestione di portafogli, e conseguente valutazione di adeguatezza; conoscenza del cliente limitata alla sua esperienza e conoscenza finanziaria, nella prestazione degli altri servizi di investimento, e conseguente valutazione di appropriatezza; nessuna conoscenza del cliente e nessuna valutazione da parte dell'intermediario, nel caso, alle condizioni previste, di prestazione dei servizi di negoziazione o di raccolta ordini in modalità "execution only").

<sup>5</sup> A tale fine, la direttiva prevede l'effettuazione di uno specifico test di competenza, all'esito del quale dovrebbero essere soddisfatti almeno due dei seguenti criteri: significativa operatività, per frequenza e dimensione, del cliente (almeno 10 operazioni al trimestre nell'ultimo anno); valore degli strumenti finanziari e della liquidità detenuti non inferiore a 500.000 Euro; qualificata esperienza nel settore, per almeno un anno, del cliente interessato.

Per quanto qui di interesse, la direttiva menziona specifiche categorie di “*soggetti pubblici*” sia tra le “*controparti*” sia tra i clienti “*professionali di diritto*”.

La disciplina comunitaria descritta è in fase di avanzata trasposizione nell’ordinamento nazionale. Con specifico riferimento ai soggetti pubblici, la situazione nazionale è, allo stato, la seguente, come risultante dal decreto legislativo di recepimento (n. 164/2007), modificativo del Testo unico della Finanza:

- con riferimento alla categoria delle “controparti”, vi rientrano “*i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sopranazionali a carattere pubblico*” (art. 6, comma 2-*quater*, lett. d), n. 1, del TUF);
- con riferimento alla categoria dei “clienti professionali”, è previsto che il Ministro dell’Economia e delle Finanze, sentite la Banca d’Italia e la Consob, individui con regolamento “*i clienti professionali pubblici nonché i criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta*” (art. 6, comma 2-*sexies*, del TUF).

## 6. Prospettive attuali

La legge Finanziaria per il 2009 pur confermando il divieto di stipula di nuovi contratti per un anno, ha previsto la possibilità, non contemplata dalla precedente disciplina, di “ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività alla quale il medesimo contratto è riferito, con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di ricopertura”. Tale disposizione, in sostanza, attribuisce oggi agli Enti territoriali una nuova facoltà: quella di ridurre l’esposizione al rischio di tasso di interesse e, dunque, le perdite potenziali sulle posizioni in essere attraverso la rinegoziazione dei contratti.

E’ opinione della Consob che in questo momento storico in cui i tassi di interesse hanno subito una forte riduzione ed in cui vi è stato un contestuale aumento della volatilità della curva dei tassi, la facoltà di rinegoziazione dei contratti vada valutata con particolare attenzione dagli Enti territoriali al fine di ridurre le eventuali perdite potenziali relative ai contratti stessi.

E’ possibile, infatti, che in relazione alla struttura finanziaria delle singole operazioni di finanza derivata posta in essere dagli Enti territoriali e con particolare riferimento alle forme di indebitamento a tasso variabile, la posizione finanziaria degli Enti sia mutata sensibilmente in termini favorevoli agli Enti stessi.

Ne discende pertanto l’opportunità di effettuare quanto prima una ricognizione delle forme di indebitamento accese anche con l’utilizzo di contratti derivati da parte degli Enti territoriali.

Tuttavia affinché gli Enti possano avvalersi appieno di tale opportunità pare necessario che venga fornita loro una adeguata informazione sulle caratteristiche e sui rischi delle operazioni in essere e sulle modalità della rinegoziazione.

In allegato, vengono forniti due esempi, resi anonimi ma tratti dall’esperienza reale di rinegoziazione, al 2004 e al 2009, trattati secondo un approccio probabilistico, che mostrano la convenienza o meno da parte dell’Ente territoriale ad effettuare le rinegoziazioni.



La Legge Finanziaria per il 2009 ha inoltre posto le condizioni per una revisione integrale della disciplina dei contratti derivati sottoscritti dagli Enti locali con riferimento sia alla tipologia dei contratti ammissibili sia ai contenuti dell'informativa di trasparenza che gli stessi devono riportare. In particolare l'art. 3, comma 1, ha precisato che *“il Ministero dell'Economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa (...) al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati (...) individua altresì le informazioni, rese in lingua italiana, che gli stessi devono contenere”*.

Questa norma fornisce la possibilità di introdurre nel nostro ordinamento una sorta di uniformazione della terminologia utilizzata nei contratti e di standardizzazione di diverse clausole al fine di una migliore e più rapida comprensione del contenuto dei contratti stessi (fermo restando il fatto che i contratti conclusi OTC tra singolo intermediario e singolo Ente territoriale non risulterebbero, nel loro insieme, standardizzati e il relativo contenuto sarebbe quindi sempre lasciato nella piena disponibilità delle parti).

Si è dell'avviso che i tempi siano maturi per introdurre regole e soluzioni metodologiche che consentano all'Ente territoriale, in prima battuta, e agli Organi di controllo, in sede di successiva verifica, di trovare con immediatezza nel contratto (e solo nel contratto) tutte quelle informazioni necessarie e sufficienti a farne comprendere la legittimità giuridica, la convenienza economica oltre che la correttezza del comportamento dell'intermediario che lo propone; informazioni che dovranno essere rese secondo una terminologia chiara, uniforme, generalmente condivisa e capace di individuare con semplicità ed oggettività i profili di rischio e onerosità del contratto.

Pertanto si ritiene – opinione già espressa nell'ambito dei lavori che si stanno svolgendo presso il Ministero dell'Economia per la redazione del regolamento ministeriale che dà attuazione all'art. 62 del D.L. n. 112/2008, convertito nella Legge

n. 133/2008<sup>6</sup> - che, tra le informazioni da rendere nei contratti relativi a strumenti finanziari derivati, particolare importanza rivestano quelle concernenti i rendimenti, i costi (anche impliciti) delle operazioni e i rischi ad esse relativi.

Si è altresì dell'avviso che nel “*set informativo*” da fornire agli Enti territoriali debba necessariamente entrare anche il confronto (di tipo probabilistico) tra la situazione finanziaria dell'Ente prima della stipula del contratto derivato e a seguito della stipula dello stesso.

A tale scopo pare pertanto opportuno prevedere che prima della conclusione del contratto l'intermediario sia tenuto a produrre al cliente/Ente territoriale le risultanze di una analisi dello scenario futuro dei rendimenti e dei costi (anche impliciti) condotto utilizzando una metodologia il più possibile oggettiva (ossia rispettosa del principio di neutralità al rischio); i risultati delle analisi dovrebbero costituire allora elementi essenziali del contratto.

Tale approccio metodologico necessita peraltro della preventiva ed univoca definizione dei concetti rilevanti ai fini dell'identificazione delle componenti del portafoglio finanziario iniziale (rappresentativo della situazione finanziaria dell'Ente territoriale prima della stipula del contratto derivato) e del portafoglio finanziario strutturato (rappresentativo della situazione finanziaria dell'Ente a seguito della stipula del contratto), nonché dei concetti rilevanti ai fini della qualificazione del costo implicito di tali portafogli.

[In particolare con riferimento al portafoglio finanziario strutturato dovrebbe essere richiesta la descrizione analitica dei relativi elementi di base, inclusiva della riconduzione di ciascuno di essi ad una delle tre componenti dello stesso, i.e. *passività finanziarie oggetto di copertura, operazioni di copertura già stipulate, operazione di copertura definita nel contratto.*]

Il confronto probabilistico tra il valore a scadenza dei due portafogli finanziari (iniziale e strutturato), come detto, dovrebbe essere effettuato nel rispetto del

---

<sup>6</sup> Lavori già avviati in precedenza per l'attuazione dell'art.1, commi 381 e 382, della Legge Finanziaria per il 2008.

principio della neutralità al rischio ed attribuendo in maniera oggettiva le probabilità ai seguenti eventi:

- *“Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è inferiore a quello del portafoglio finanziario iniziale”;*
- *“Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è in linea con quello del portafoglio finanziario iniziale”;*
- *“Il valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato è superiore a quello del portafoglio finanziario iniziale”.*

Tale approccio dovrebbe consentire all’Ente di disporre di strumenti di valutazione dell’onerosità e della convenienza delle operazioni immediatamente utilizzabili, senza la richiesta di complesse valutazioni e analisi di tipo ‘matematico-quantitativo’.

La metodologia in questione, tra l’altro, costituisce un’estensione dell’approccio tecnico-quantitativo già adottato dalla Consob nella vigilanza di trasparenza *risk-based* sugli OICR aperti e dei prodotti assicurativi rami III e V. Essa, da un lato, consente la produzione di un’informativa di elevato valore segnaletico degli aspetti di onerosità e opportunità di stipula del contratto derivato e, dall’altro, non risulta particolarmente gravosa per gli intermediari in quanto prevede il ricorso alle soluzioni modellistiche già sviluppate e utilizzate internamente per la loro operatività tipica.

\* \* \* \*

Infine, per quanto riguarda il tema dell’assetto dei controlli in materia di sottoscrizione di prodotti derivati da parte degli Enti territoriali, occorre rilevare come un suo potenziamento potrebbe essere particolarmente utile.

A tale riguardo, peraltro, merita segnalare una importante e condivisibile evoluzione della relativa disciplina che sostanzialmente va nel senso di attribuire un ruolo di maggior rilievo alla Corte dei Conti:

- la Finanziaria per il 2006 ha attribuito alla Corte dei Conti il potere di emanare annualmente “*linee guida*” che gli organi di revisione interna degli Enti locali devono rispettare nella predisposizione delle relazioni sui bilanci (anche con riferimento all’impiego di strumenti finanziari derivati);
- la Finanziaria per il 2007 ha previsto che delle operazioni in strumenti derivati adottate in violazione della normativa vigente sia data comunicazione alla Corte dei Conti per l’adozione dei provvedimenti di sua competenza;
- la Finanziaria per il 2008 ha previsto che il mancato rispetto da parte degli Enti territoriali delle indicazioni contenute nell’emanando decreto del Ministero dell’Economia nella conclusione di contratti derivati OTC comporta l’inefficacia del contratto nonché l’obbligo di comunicazione alla Corte dei Conti per l’adozione dei provvedimenti di competenza;
- la Finanziaria per il 2009 ha previsto che il Ministero dell’Economia trasmetta con cadenza mensile alla Corte dei Conti copia della documentazione ricevuta dagli Enti territoriali in relazione ai contratti di strumenti derivati conclusi.

Come già evidenziato al Parlamento nel corso dell’Audizione davanti alla Camera dei Deputati del 29 ottobre 2008 (sulla crisi finanziaria internazionale) e seguendo la linea tracciata dal legislatore in questi anni, l’assetto dei controlli oggi esistente potrebbe essere migliorato potenziando il ruolo della Corte dei Conti, ossia attribuendo alla stessa un potere preventivo (interdittivo) sull’adozione degli strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali finalizzato a garantire un impatto non negativo sul sistema di finanza pubblica.

\* \* \* \*

Signor Presidente, Signori Senatori, le indicazioni fornite hanno voluto offrire un quadro chiaro e completo degli assetti di controllo e di vigilanza esistenti in materia di finanza pubblica ed in materia di sottoscrizione di strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali, allo scopo di mettere in condizione il Parlamento di poter adottare ogni eventuale soluzione normativa ritenuta utile per

migliorare gli assetti stessi.

La Consob, da parte sua, ritiene in questo modo di corrispondere ad un suo preciso compito istituzionale di collaborazione, sia nei confronti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, ma anche e soprattutto nei confronti del Parlamento.