

Indagine conoscitiva sulle problematiche relative  
alla diffusione di strumenti finanziari derivati  
VI Commissione finanze della Camera dei deputati

INDICE

1. Premessa
2. Recenti aperture normative per l'accesso al credito da parte degli enti territoriali
3. Evidenze quantitative e qualitative relative al debito degli enti locali e delle Regioni
  - 3.1. Segue: il capitale swappato. Anni 2000-2003
  - 3.2. Segue: l'anno 2004
4. La gestione attiva del debito con ricorso a strumenti finanziari derivati
  - 4.1. Utilizzo degli strumenti derivati da parte degli enti locali
    - 4.1.1. Contratti swap relativi agli anni 2003 e precedenti degli enti di piccole e medie dimensioni
    - 4.1.2. Segue: i contratti swap dell'anno 2004
    - 4.1.3. Contratti swap dei Comuni di maggiori dimensioni
  - 4.2. Utilizzo degli strumenti derivati da parte delle Regioni
5. Clausole contrattuali e definizione di operatore qualificato
6. Le operazioni derivate con premio di liquidità
7. Considerazioni conclusive

## 1. Premessa

Preliminarmente va ricordato che a fine novembre 2004 la Corte ha trasmesso alla V<sup>a</sup> Commissione del Senato la relazione conclusiva di una indagine, in tema di indebitamento degli enti locali, avviata a seguito dell'audizione del 25 marzo 2004.

Gli accertamenti eseguiti – oltre alla ricostruzione di consistenza, composizione e sostenibilità del debito - sono stati indirizzati a far luce sugli effetti conseguenti la sua gestione attiva, con particolare riguardo ai margini di rischio associati all'utilizzazione di strumenti finanziari derivati. L'indagine è stata focalizzata sugli enti con popolazione compresa fra gli 8.000 e i 99.999 abitanti, in quanto presumibilmente dotati di minor grado di consapevolezza a fronte di operazioni di particolare complessità.

Nell'ambito di questo "universo", è stato individuato un campione rappresentativo di 138 comuni e 11 province, selezionati in base a specifici indicatori, valevoli altresì ad assicurare adeguata rappresentatività a ciascuna realtà regionale.

Uno dei criteri di selezione ha inteso individuare gli enti che, negli anni recenti, maggiormente hanno fatto ricorso ad attività in derivati, fra l'altro per verificare l'eventuale collegamento con esigenze di recupero finanziario, valevole a compensare la flessione dei finanziamenti riscontrata nel recente periodo.

Si è trattato di un'istruttoria complessa, funzionale alla ricostruzione delle principali evidenze quantitative e qualitative dell'indebitamento locale. Sono stati altresì acquisiti in copia tutti i contratti derivati stipulati dagli enti sino all'anno 2003; si è trattato di oltre cento contratti interest rate swap unitamente alle relative deliberazioni autorizzative.

Per offrire un'informativa più esauriente a codesta Commissione, l'indagine è stata estesa alla operatività contrattuale dell'anno 2004. Inoltre, si è ritenuto di ampliare la platea di riferimento per ricomprendervi anche le Regioni a statuto ordinario, due Regioni a statuto speciale [Sicilia e Friuli Venezia Giulia] e un campione di Comuni di media e grande dimensione [Roma, Genova, Napoli, Catania, Latina].

L'intervento odierno, dopo alcune considerazioni generali sull'evoluzione normativa in tema di accesso al mercato dei capitali da parte degli enti territoriali, farà riferimento agli

aspetti qualitativi e quantitativi emerse a seguito dell'indagine, ivi compresi i dati e le notizie sulle posizioni in derivati di più recente acquisizione.

## 2. Recenti aperture normative per l'accesso al credito da parte degli enti territoriali

Il processo di risanamento finanziario, nell'attuale contesto di difficile congiuntura economica, ha coinvolto le autonomie territoriali con un crescente contributo loro richiesto nel perseguimento degli obiettivi di convergenza e stabilità fissati a livello europeo. A fronte di una espansione dei compiti loro attribuiti, Comuni, Province, Regioni hanno visto ridursi le proprie disponibilità finanziarie in termini reali, mentre le regole del Patto di stabilità interno hanno progressivamente imposto un consistente miglioramento nell'evoluzione dei saldi dei loro bilanci.

La conseguente crisi di liquidità, specialmente avvertita dagli enti di piccola e media dimensione, è all'origine di un più sostenuto ricorso al debito e alla sua gestione attiva, questa del resto favorita dalle recenti aperture normative introdotte in materia.

Già dai primi anni '90, il "via libera" ad emissioni obbligazionarie<sup>1</sup> e il venir meno del monopolio della Cassa dd.pp., in tema di accesso al credito da parte di Comuni e Province<sup>2</sup>, hanno rappresentato un primo segnale in tale direzione<sup>3</sup>. Sono però le più recenti regole, introdotte a partire dalla finanziaria 2002, a rappresentare una decisiva svolta, offrendo agli enti territoriali la possibilità di ampliare la propria capacità di indebitamento tramite la previsione di una gestione attiva delle passività.

L'art 41 della legge 28 dicembre 2001 n. 488 e il recente regolamento attuativo del dicembre 2003, modificando le disposizioni più restrittive recate dalla legge n. 724 del 1994,

---

<sup>1</sup> L'art. 32 della legge 142 del 1990 ha riconosciuto anche agli enti locali la facoltà di deliberare l'emissione di prestiti obbligazionari. Il collegato alla finanziaria 1995, nel disciplinare le emissioni obbligazionarie degli enti territoriali, le ha condizionate a investimenti con valore attuale positivo [investimenti redditizi]. La possibilità di attivare prestiti obbligazionari è ora sanzionata dall'art. 205 del tu 267/2000.

<sup>2</sup> A partire dal 1990 l'accensione di prestiti con istituti di credito ordinario cessa di essere condizionata alla mancanza di disponibilità espressa dalla Cassa [v. art. 5, d.l. 31.10.1990 n. 310, conv. con l. 22.12.1990 n. 403 che abroga art. 4,co. 11, d.l. 2.3.1989 n. 65, conv. con l. 155/'89].

<sup>3</sup> Ulteriori facilitazioni all'accesso al credito sono riferibili anche al miglioramento delle metodologie di finanziamento da parte della Cassa dd.pp., non solo tramite l'adeguamento dei tassi di interesse al tasso ufficiale di sconto, ma specie con la possibilità di scelta concessa a partire dal 18.2.1999 [D.M.T. 16.2.'99] tra tasso fisso e variabile o estinzione anticipata alla pari con maggiorazione del tasso. A riguardo dei mutui indicizzati, con durata di dieci, quindici, venti anni, la Cassa dd.pp. ha stabilito un sistema di rimborso a quote di capitale costanti e con parametro di riferimento Euribor a sei mesi. Con decreto 16.2.2001 la Cassa ha eliminato lo *spread* sui mutui indicizzati.

hanno inteso consentire agli enti territoriali più facile accesso al mercato dei capitali allo scopo di ridurre il costo del debito o di assicurarsi adeguate garanzie alla sua evoluzione.

È prevista espressamente la possibilità per gli enti territoriali di procedere ad estinzione anticipata di passività contratte dopo il 31 dicembre 1996, finanziata con collocamento di titoli obbligazionari o con rinegoziazione dei mutui, a condizione di ottenere una riduzione del valore finanziario delle passività totali. Altra novità è la rimozione di alcuni vincoli che avevano condizionato la gestione delle passività da parte degli enti territoriali. In particolare, è prevista la possibilità di emettere titoli obbligazionari con rimborso in unica soluzione alla scadenza [struttura bullet], con l'obbligo per gli enti di costituire un fondo di ammortamento reinvestibile o di effettuare uno swap per trasformare il titolo obbligazionario bullet in un titolo con ammortamento [amortising swap]. Infine l'art. 41 elimina l'obbligo di emissione alla pari, sin qui previsto per i titoli obbligazionari degli enti territoriali, non più in linea con le esigenze di maggiore flessibilità richieste dai mercati finanziari.

All'attuazione di quanto disposto dall'art. 41 della finanziaria 2002 ha provveduto il Ministero dell'economia e delle finanze con regolamento approvato a fine anno 2003 [decreto 389/'03] che, oltre a regolare le procedure di coordinamento per l'accesso ai mercati dei capitali da parte degli enti territoriali, ha definito le operazioni in strumenti derivati consentite.

In particolare, sono state individuate le operazioni ammissibili a copertura del rischio di tasso di interesse nell'ambito della tipologia detta plain vanilla: swap di tasso di interesse [IRS], acquisto di forward rate agreement, acquisto di cap o collar<sup>4</sup>, mentre resta obbligatoria la copertura del rischio di cambio [cross currency swap]<sup>5</sup>.

L'utilizzazione di derivati è consentita solo in relazione alla gestione di effettive passività e perciò con finalità di copertura dei rischi e non speculative. L'ammontare negoziale del contratto dovrebbe perciò corrispondere sempre al valore della passività sottostante.

Sono inoltre previste "altre" operazioni derivate, risultanti dalla combinazione delle precedenti o comunque finalizzate alla ristrutturazione del debito, volte cioè a cambiare il

---

<sup>4</sup> Tali operazioni vanno effettuate nella forma c.d. "*plain vanilla swap*", che rappresenta la tipologia più diffusa di IRS, priva di quelle opzioni che esporrebbero l'ente a ulteriori rischi conseguenti il movimento avverso dei tassi, né sono ammissibili leve o moltiplicatori di parametri finanziari.

<sup>5</sup> L'art. 2 DM Tesoro 5.7.1996 n. 420 [*Regolamento per l'emissione dei prestiti obbligazionari*] contiene la previsione di emissione di *swap* da parte di enti locali. Si prevede infatti che le emissioni obbligazionarie in valuta debbano obbligatoriamente essere coperte dal rischio di cambio per evitare che le oscillazioni dei tassi possano svalutare il capitale sottostante.

piano di ammortamento, purché, in questo caso, non implicino una scadenza posticipata a quella del contratto originario e un profilo crescente nei valori attuali dei flussi di pagamento<sup>6</sup>, cioè un profilo di rimborso delle passività nel quale l'onere del rimborso del capitale e/o degli interessi sia concentrato verso la data di scadenza. In relazione a tali ultime operazioni, è eccezionalmente ammessa la possibilità di incassare un eventuale premio di liquidità [up-front] non superiore all'1% del nozionale.

L'intento dichiarato delle indicate disposizioni è duplice: da un lato ridurre l'esposizione a rischi connessi con l'evoluzione dei mercati finanziari, per altro verso evitare la possibilità di traslare il peso finanziario delle operazioni in essere sugli esercizi futuri.

Con la circolare esplicativa del 27 maggio 2004 il Ministero dell'economia ha fornito ulteriori chiarimenti per facilitare l'interpretazione e la puntuale applicazione della disciplina regolamentare. E' stato precisato che l'utilizzo, nell'ambito di contratti swap, delle opzioni cap e collar è limitato al solo acquisto degli stessi, in quanto tali opzioni vanno finalizzate esclusivamente alla protezione dal rialzo dei tassi di interesse. E' stato meglio definito il sinallagma contrattuale che deve intercorrere fra cap e floor. Speciale raccomandazione è che eventuali soglie o barriere applicate all'IRS [interest rate swap] siano coerenti con i tassi vigenti di mercato e con il costo originario della passività.

Speciali cautele sono dettate nella scelta degli intermediari, i quali debbono essere dotati di un merito di credito [rating] adeguato e certificato da agenzie riconosciute a livello internazionale<sup>7</sup> e, inoltre, non possono assumere<sup>7</sup> la veste di controparte per oltre il 25% dell'importo delle operazioni derivate poste in essere da un medesimo ente, qualora tale ultimo importo superi i 100 milioni di euro.

La circolare reca infine una speciale raccomandazione affinché gli enti facciano riferimento, nella loro attività in derivati, alle norme del Regolamento Consob 11522/98 [artt. 25-31] e all'allegato documento "sui rischi degli investimenti in strumenti derivati"<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Operazioni di ristrutturazione ricorrono nel caso di emissioni di obbligazioni tipo *bullet* per consentire all'ente di distribuire l'onere del rimborso su tutta la vita del prestito.

<sup>7</sup> Le agenzie individuate nella circolare sono: Standard's & Poor's, Moody's, Ficht Ratings. Per essere adeguato il *rating* della controparte non deve essere inferiore a BBB/Baa/BBB.

<sup>8</sup> L'art. 28 della delibera CONSOB n.11522 del 1° luglio 1998 prevede che gli intermediari autorizzati, prima di dare avvio alla prestazione dei servizi di investimento, devono chiedere all'investitore notizie in merito alla sua esperienza nel settore, alla sua situazione finanziaria ed agli obiettivi di investimento e devono consegnargli il documento sui rischi

### 3. Evidenze quantitative e qualitative relative al debito degli enti locali e delle Regioni

Le tabelle allegate [TAB 1-4/EL; 1-4/REG; 1-2/CO] espongono consistenza e composizione del debito locale e regionale con riferimento agli anni 2000 e 2003.

Il debito locale prende a riferimento l'indagine campionaria condotta su 142 enti e terminata nel novembre scorso. Per i cinque Comuni di maggiori dimensioni, pur in mancanza di istruttoria ad hoc, sono tuttavia disponibili i dati tratti dai certificati a consuntivo. Per le Regioni, i dati sono stati trasmessi su richiesta della Corte.

Il confronto, specialmente rivolto alla composizione del debito, offre una prima chiave di lettura sulla diversità di comportamento registrabile dalle diverse categorie di enti, di rilievo con riguardo all'intensità di ricorso ai derivati e, specialmente, alla loro tipologia.

Con riferimento agli enti di piccola e media dimensione [c.d. enti del campione], l'anno 2003 segna una crescita nella consistenza complessiva del debito del 27% rispetto ai tre anni precedenti [TAB 1/EL].

Assai più elevata l'evoluzione del debito regionale che, rispetto al 2000, segna un + 44,6% da attribuire tuttavia, per circa la metà, al debito per la sanità [TAB 2/REG].

Quanto agli enti locali di maggiori dimensioni, la crescita 2003, rispetto ai tre anni precedenti, pone ai due estremi percentuali dell'1,5% e del 92,4%. Nel mezzo, con aumenti di solo l'8%, i due Comuni più grandi [TAB 1/CO].

L'evidenza qualitativa conferma come i prestiti obbligazionari degli enti locali, sino a tutto il 2003, assorbono una percentuale del totale assai modesta [15,4%], mentre l'omologo dato regionale espone invece il 24,2% [TAB 1/EL]. Conseguenza, questa, della difficoltà per i Comuni di media e piccola dimensione di utilizzare questa forma di indebitamento, a causa degli importi non elevati delle relative emissioni e della complessità delle sottostanti

---

generalmente, allegato al regolamento. La parte B del documento riguarda, specificamente, la rischiosità degli strumenti derivati, il cui apprezzamento da parte degli investitori è specialmente ostacolato dalla particolare complessità che li contraddistingue.

procedure. Una risposta a riguardo è ora contenuta nella finanziaria 2005 che ha disciplinato la possibilità di emissione unica in pool tra più enti locali con neutralità di effetti per il capofila<sup>9</sup>.

Prevale negli enti locali [TAB 2/EL] il debito contratto con la Cassa dd.pp. ed Istituti equiparati [INPDAP e Credito sportivo] pari all'81,3% del totale, mentre nelle Regioni [TAB 2/REG] risulta privilegiato il ricorso agli Istituti di credito ordinario [65,3%].

La componente a tasso fisso del debito locale [TAB 3/EL], riferita a mutui e obbligazioni, resta nel 2003 decisamente superiore [70,5%] e va essenzialmente attribuita alla maggiore incidenza dei debiti con la Cassa dd.pp. i quali sino al febbraio 1999 erano necessariamente stipulati a tasso fisso<sup>10</sup>. Non così per le Regioni ove ad essere privilegiato è il debito a tasso variabile [66,5%], in ulteriore crescita rispetto al 2000 quando la percentuale si era attestata al 60,1% [TAB 3/REG].

Preferenza per tassi variabili si riscontra tuttavia negli enti locali del Nord [34,8%] e del Centro [36,1%], mentre al Sud la percentuale del variabile si colloca al 14,0%. Quanto alle Regioni, l'evidenza è per una presenza diffusa di debito a tasso variabile con punte molto elevate in tutte e tre le aree geografiche.

Va osservato a riguardo che, a fronte del debito complessivo, maggiore sensibilità all'evoluzione dei mercati finanziari dipende – ed è perciò direttamente influenzata - dalla percentuale di stock a tasso indicizzato ed è tanto più elevata quanto maggiori ne sono volume e durata<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Al problema degli importi limitati delle emissioni si è già data risposta in ambito locale da parte di circa cinquanta enti locali delle Province di Reggio Emilia, Parma e Modena con la Convenzione per la negoziazione unitaria delle forme di indebitamento che fra il dicembre 2000 e la fine anno 2002 ha dato luogo a 73 emissioni per un totale di oltre 87 milioni di euro. A tale convenzione partecipano alcuni enti compresi nell'indagine campionaria.

<sup>10</sup> A partire dal 18 febbraio 1999 [DMT 16.2.1999] agli enti locali è concessa la facoltà di scegliere tra diverse possibilità di indebitamento con la Cassa: i) mutui a tasso fisso differenziato secondo le scadenze; ii) mutui a tasso variabile con un criterio di calcolo del costo complessivo dell'indebitamento che garantisce gli equilibri finanziari dell'operazione da variazioni eccezionali del parametro di riferimento [D.M 16 febbraio 1996]; iii) estinzione parziale anticipata alla pari, mediante una maggiorazione del tasso.

Per quanto concerne i mutui indicizzati, la Cassa dd.pp. ha disciplinato la nuova tipologia stabilendo che gli enti locali possano assumere un mutuo di 10, 15, o 20 anni con sistema di rimborso a rate costanti. Il parametro di riferimento è l'Euribor a sei mesi. A seguito del decreto 16.2.2001, la Cassa ha eliminato lo *spread* sui mutui indicizzati il cui costo resta perciò invariato indipendentemente dalla durata.

<sup>11</sup> I tassi variabili possono fare riferimento all'Euribor [Euro Interbank Offered Rate] o al Libor [London Interbank Offered Rate]. Quanto al primo, il riferimento è al tasso interbancario lettera per depositi Euro, rilevato alle ore 11.00 a.m. [ora Bruxelles] e pubblicato sulla Reuters [o altra rete telematica] sulla pagina Euribor 01 [nel caso di calcolo giorni effettivi /360] ovvero sulla pagina Euribor 365 [nel caso di calcolo giorni effettivi/365]. In caso di mancata rilevazione/pubblicazione del tasso, viene utilizzata la media aritmetica semplice dei tassi dichiarati operativi alle ore 12 a.m. [ora di Roma] da tre primari istituti di credito italiani, individuati dalla Banca che quotino a quel momento.

Il che spiega - come meglio illustrato in seguito – la differente tipologia dei derivati locali e regionali, i primi assai poco frequenti a copertura del rischio di variazione dei tassi.

### 3.1. Segue: il capitale swappato. Anni 2000-2003

I dati raccolti tramite l'istruttoria, ma specie l'acquisizione di tutti i contratti di swap riferiti agli enti del campione, nonché quelli recentemente acquisiti dalle Regioni e da alcuni grandi Comuni, consentono di evidenziare per prima cosa gli aspetti quantitativi del fenomeno.

Le prime operazioni sui derivati si riscontrano già nel 2000. Si tratta, per gli enti locali, di cinque operazioni riferibili a cinque Comuni [Alessandria, Settimo Torinese, Castel Goffredo, Alassio, La Spezia] per un totale pari a 93,9 milioni di euro mentre, per le Regioni, sono Liguria, Lazio, Toscana, Abruzzo e Friuli Venezia Giulia a fare da battistrada [€ 1.594 mln].

Sono gli anni successivi a registrare la diffusione del fenomeno che espone, a fine 2003, per gli enti locali di più modeste dimensioni, un ammontare di capitale swappato di oltre 1.600 milioni di euro, percentualmente pari al 38,4% del debito complessivo [TAB 5/EL] superiore, seppure non di molto, al dato regionale il cui consistente ammontare pari a 6.089 milioni, tuttavia rappresenta percentualmente il 34,9% [TAB 4/REG]. Del 36,7% è il dato medio riferibile ai cinque Comuni di grande dimensione [TAB 2/CO]

Il dato aggregato degli enti locali espone maggiore operatività da parte di Comuni e Province del Sud-Isole, mentre restano rilevanti alcune operazioni di singoli comuni del Nord e del Centro.

Quanto alle Regioni, maggiore operatività è riscontrabile al Sud, con l'eccezione della Basilicata, e al Centro, con l'eccezione delle Marche, mentre al Nord, sino al 2003, si registrano solo i casi di Lombardia, Liguria e Friuli Venezia Giulia.

Dati di rilievo, per la dimensione dei contratti, appartengono a Lombardia, Lazio, Campania, Puglia, Sicilia, ove tuttavia il riferimento nei primi due casi è a swap su tassi di cambio per emissioni in valuta, doppiati poi da amortising swap e swap a copertura del rischio

---

Per tasso Libor, si intende il tasso rilevato dalla British Bankers' Association [BBA] alle ore 11.00 a.m. [ora di Londra] e pubblicato attualmente alla pagina FRBD e seguenti della Reuters, ovvero in altre similari reti telematiche eventualmente indicate dalla stessa BBA. In caso di mancata rilevazione/pubblicazione del tasso, viene utilizzata la media aritmetica semplice delle quotazioni del tasso interbancario "lettera" [per stessa divisa e durata] che la banca interessata andrà a richiedere a tre primari Istituti di credito operanti sulla piazza di Londra, individuati tra le Reference Banks della specifica divisa.



di variazione tassi di interesse, mentre negli altri casi, i derivati servono solo a trasformare in lineare l'ammortamento delle emissioni bullet e assicurano una garanzia ai tassi variabili.

Oltre un terzo dei contratti degli enti locali del campione prevede l'erogazione di un premio di liquidità [up-front], con importi assai elevati sino al 2003 [17,8 milioni di euro] ed allocazione in bilancio fra le entrate correnti [v. TAB/5] .

Modesto, invece, il ricorso a premi di liquidità da parte dei Comuni più grandi e delle Regioni che in genere ha rappresentato il costo dell'estinzione o modificazione di precedenti operazioni.

### 3.2. Segue: l'anno 2004

L'aggiornamento al 2004 registra, per gli enti locali, il massiccio fenomeno delle rinegoziazioni dei derivati, con apertura di nuove posizioni e liquidazioni di mark to market spesso negativi e corresponsione di up-front, girati agli intermediari quale costo dell'estinzione.

Oltre la metà dei nuovi contratti estinguono precedenti operazioni; si tratta di 519 milioni di euro a fronte di 149 milioni di nuove operazioni.

I nuovi derivati regionali, stipulati nel 2004, ammontano a 2.585 milioni di euro [+57,5% rispetto al dato 2003], in gran parte finalizzati a copertura del rischio di tasso, mentre a 870 milioni ascendono le ricontrattazioni [33,6%].

Quanto ai cinque Comuni di maggiore dimensione, ascendono a 970 milioni di euro le nuove operazioni (+28,4), mentre si registrano premi di liquidità solo in due casi, per circa 700.000 e 500.000 euro, in corrispondenza, nella seconda ipotesi, alla chiusura anticipata del contratto.

## 4. La gestione attiva del debito con ricorso a strumenti finanziari derivati

Una distinzione, a riguardo degli strumenti derivati, è fra quelli negoziati in borsa [exchange traded] e quelli negoziati fuori dei mercati regolamentati [over the counter – OTC].

Nell'ambito delle strutture negoziali, individuate dal Testo Unico di Finanza [TUF], gli swap assumono la forma tipica di contratti bilaterali OTC e nelle tipologie interest rate swap e cross currency swap sono quelli che hanno interessato le operazioni degli enti territoriali.

I derivati OTC, a differenza di quelli negoziati in borsa, non sono contratti standardizzati e possono essere strutturati a seconda delle esigenze specifiche delle controparti.

Frequente è tuttavia il riferimento alla disciplina recata dal Master Agreement, le cui regole sono predisposte dall'ISDA [International Swaps Derivatives Association], l'associazione che riunisce i principali operatori del mercato swap<sup>12</sup>.

I derivati OTC implicano un "rischio di controparte" che è funzione sia del valore del contratto sottostante, sia del merito di credito dell'ente. Tali caratteristiche non consentono, in generale, possibilità di cessione o rinegoziazione con altri soggetti; la chiusura della operazione derivata, prima della scadenza, avviene d'accordo fra le parti, liquidando il valore di mercato a quella che gode di posizione positiva [mark to market].

I contratti più diffusi fra gli enti territoriali sono gli swap sui tassi di interesse, mentre più limitato è il ricorso a derivati sui tassi di cambio. Se ne è riscontrata la presenza in ambito regionale e nei Comuni di maggiore dimensione, in linea con un mercato obbligazionario che, specie nei programmi MTN [medium term note], predilige emissioni in valuta estera e/o tipologia bullet.

In passato, come meglio si dirà in seguito, ha prevalso il ricorso ad opzioni "esotiche" con assenza di copertura al di sopra di un certo livello di tassi di riferimento. Così per la vendita di cap e acquisto da parte dell'intermediario. A partire dal 2004, gli enti hanno invece cercato di allineare i contratti ai criteri specificati dal Ministero dell'economia con il regolamento 389/'04.

#### 4.1. Utilizzo degli strumenti derivati da parte degli enti locali

La riduzione dei trasferimenti a favore degli enti locali, unitamente al blocco della fiscalità per gli anni 2003 e 2004, hanno determinato un forte disallineamento fra le entrate e gli andamenti di spesa, con conseguente disavanzo complessivo.

Il fenomeno è stato avvertito con maggiore intensità dai piccoli enti, a causa della minore flessibilità dei bilanci, ma effetti non sono mancati anche per i grandi Comuni.

---

<sup>12</sup> Il *Master Agreement* reca anche la disciplina della giurisdizione la quale, nel caso di riferimento alla legge inglese come regolatrice del rapporto contrattuale, implica anche l'accettazione della giurisdizione dei tribunali inglesi. Il che diviene rilevante qualora si tratti di dare interpretazione alla ricorrenza o meno di "operatore qualificato" e delle relative protezioni assicurate dalla normativa vigente.

Per garantire i servizi indispensabili ai cittadini, le risorse assorbite a copertura hanno prosciugato larga parte delle entrate correnti. Il margine effettivo da destinare agli oneri finanziari per il servizio del debito ne è risultato quanto mai ridotto, se non annullato, con conseguente effetto sulla capacità di indebitamento.

Di qui, l'esigenza di far leva su nuovi canali di finanziamento e su un utilizzo sostenibile di strumenti finanziari, la cui diffusione negli ultimi anni è stata favorita dall'art. 41 della finanziaria 2002 e dall'attuazione che ne è stata data con il decreto n. 389 del dicembre 2003.

Enti locali di piccole e medie dimensioni, più che su rinegoziazioni o conversione dei mutui in essere<sup>13</sup>, hanno privilegiato il ricorso a strumenti di finanza derivata.

Nel corso dell'indagine conclusa nell'autunno scorso, sono stati acquisiti oltre 100 contratti di interest rate swap [IRS], stipulati da 68 enti dei 142 inclusi nel campione.

In previsione della attuale audizione, l'aggiornamento dei dati ha riguardato – come anticipato in premessa - anche i contratti stipulati nell'anno 2004 e i derivati utilizzati dai cinque Comuni di dimensione medio grande individuati fra quelli con popolazione superiore a 100.000 abitanti.

Sulle evidenze regionali si dirà in seguito [parag. 4.2].

#### 4.1.1. Contratti swap relativi agli anni 2003 e precedenti degli enti di piccole e medie dimensioni

L'obiettivo perseguito, nella maggior parte dei casi, rilevabile del resto dalle deliberazioni autorizzative al contratto, risulta essere la riduzione del costo del debito. In questi casi, il ricorso a strutture cosiddette esotiche, con opzioni vendute da controparte e conseguente limitata garanzia per il rischio di rialzo di tasso di interesse, come pure, più in generale, il ricorso a strutture contrattuali complesse, si è coniugato alla possibilità di ridurre i costi di copertura a carico degli enti.

Solo in pochi casi (sei) si è potuta riscontrare la finalità di copertura dal rischio di oscillazione dei mercati [con trasformazione del tasso da variabile a fisso]. Si tratta di ipotesi

---

<sup>13</sup> Qualche operazione di rinegoziazione è stata rilevata con riferimento a enti locali toscani ed emiliano-romagnoli. Si tratta di operazioni costose, mentre poi la conversione dei mutui in prestiti obbligazionari sconta difficoltà legate ai modesti importi, non facilmente negoziabili.

molto diverse, perché mentre nel primo caso l'obiettivo della "scommessa" è un guadagno sull'evoluzione dei tassi, nell'altro caso l'eventuale perdita è il prezzo di un margine di sicurezza.

Il debito sottostante è costituito in prevalenza da mutui con la Cassa dd.pp.; in netta minoranza le operazioni swap su mutui con Istituti di credito ordinario [12 contratti/100]; solo tre gli swap su obbligazioni.

Frequenti [37/100] sono i casi di corresponsione all'ente di un premio di liquidità [up-front], la cui misura percentuale – trattandosi di contratti precedenti il regolamento 389 – è in genere superiore all'1% del nozionale. Le percentuali si collocano, in qualche caso intorno al 3,5%-3,9%-4,5% ma arrivano anche al 5,9% e al 9,8% .

Salvo due casi, tale liquidità risulta sempre allocata in bilancio [esercizi ante 2004] fra le entrate correnti per essere destinata a spesa di pari segno.

Non rare le ricontrattazioni [10 casi], con indennizzo corrisposto alla controparte in misura pari al valore di mercato, attualizzato, dell'operazione oggetto di modifica con conseguente perdita per l'ente [mark-to-market negativo]<sup>14</sup>.

La maggior parte dei contratti, ante 2004, corrisponde – come si è detto - alla tipologia dell'IRS [interest rate swap] con barriera a favore dell'istituto di credito [vendita di cap], spesso "scalettata" su periodicità di brevissimo periodo e vantaggio finanziario sufficientemente sicuro solo per i primi anni di validità contrattuale.

Le soglie [cap] variano in modo considerevole secondo gli istituti di credito. In genere, con riferimento al 2007-2008, si riscontrano tetti del 5,5% e 5,8%. Non mancano casi con soglie 4,6% o addirittura 3,9% e data fixing a partire da giugno 2005.

Qualora il valore dell'Euribor o del Libor a tre mesi o sei mesi eguagli o superi la soglia, l'ente è tenuto a pagare il tasso più lo spread pattuito<sup>15</sup>. Ora, se è vero che, a partire da fine

---

<sup>14</sup> Per definire il valore di mercato di uno *swap* in qualsiasi momento, occorre considerarlo assimilabile a una qualsiasi attività finanziaria, il cui valore è dato dal valore attuale dei flussi di cassa attesi, scontati al tasso di interesse vigente sul mercato. Da dire che il valore dei derivati è altresì connesso al sottostante e la relazione che lega il valore del derivato al sottostante costituisce il risultato finanziario del derivato detto anche *pay-off*. La stima del valore dei prodotti derivati coinvolge complesse attività di analisi ed è perciò un aspetto connotato da particolari criticità.

<sup>15</sup> L'introduzione dell'euro e l'unificazione della politica monetaria, in virtù dell'unico tasso di riferimento, hanno determinato il superamento della pluralità dei mercati nazionali e il venir meno del preesistente vantaggio di tassi di interesse. I diversi tassi interbancari nazionali [Ribor, Fibor, Pibor, eccetera] hanno perso valore indicativo per l'esigenza di una loro sostituzione con un unico tasso che rappresentasse l'evoluzione del mercato interbancario europeo dei depositi. Quanto alle rilevazioni, attualmente esistono tuttavia due tassi interbancari europei: uno [Euribor],

anno 2000, l'andamento dell'Euribor ha segnato valori progressivamente decrescenti, passando dal 5,30% al 2,20% attuale, nondimeno l'evoluzione degli ultimi anni non garantisce sicure previsioni sugli andamenti futuri, anche se l'introduzione della moneta unica depone per un consistente margine di stabilità nei mercati finanziari.

Dalle delibere autorizzative si desume che il margine di cautela è stato di solito assunto con riferimento ad ipotesi di rischio fondate sull'andamento della curva forward dei tassi, costruita sulla base dei valori IRS attualizzati tramite il tasso di sconto<sup>16</sup>. Senonchè, tale andamento è solo una proiezione della curva di interessi "a pronti" e ne rispecchia cioè l'equilibrio attualizzato, incorporandovi i fattori di sconto. Ciò significa che le determinazioni assunte dagli enti e fondate sull'andamento della curva forward, in realtà sono poco realistiche in termini previsionali, anche se resta comunque evidente che, tanto più le soglie fissate sono distanti dalla curva medesima, di altrettanto cresce il margine di garanzia; il quale resta in ogni caso legato ad una scommessa su un andamento futuro assai poco prevedibile, specie allorché la scadenza contrattuale interessi un ampio arco temporale a lungo termine e le soglie siano definite su una molteplicità di scadenze di breve periodo.

Ulteriore profilo di rischio si lega al valore elevato dello spread, quasi mai sotto il 2,2%, ma che sale in qualche caso sino al 3,5%- 3,9% o addirittura al 4,85%, oltre cioè la differenza fra il costo originario del debito e il tasso swap di durata pari alla vita residua del debito.

I contratti più recenti – grazie all'intervento regolatore del Ministero dell'economia – sembrano allinearsi alla tipologia dell'IRS a doppia barriera [collar]<sup>17</sup> con acquisto cioè di cap e vendita floor; ma, anche in questi casi, non sempre le soglie offrono sicura protezione all'ente. A riguardo va pure notato che, nell'attuale congiuntura economica, ove le previsioni sull'andamento dei tassi sono molto incerte, anche se le operazioni corrispondenti alla tipologia

---

calcolato dalla Federazione bancaria europea, l'altro [euro Libor] calcolato dall'Associazione Bancaria Britannica la quale già pubblicava i tassi Libor per le principali valute mondiali.

<sup>16</sup> Le informazioni sui parametri IRS, per la costruzione del tasso Euribor a pronti e a termine, sono fornite in tempo reale da agenzie specializzate [Reuters, Bloomberg e altre]. L'IRS, a sua volta, attualizzato sulla base del tasso di sconto, consente di determinare la curva forward che viene generalmente posta a base della determinazione del valore dei prodotti finanziari a termine. Il confronto tra tale curva e l'andamento in serie storica dell'Euribor o del Libor mette in chiaro la divaricazione esistente a causa dell'andamento asistemático di quest'ultima [v. grafico allegato].

<sup>17</sup> Con l'IRS a doppia barriera [collar] l'ente paga un tasso fisso o variabile + spread, più basso del tasso originario fino a che il tasso di mercato [Euribor o Libor] si mantiene all'interno di un determinato "corridoio" di tassi. Se il tasso di mercato scende sotto la soglia inferiore [floor] o sale sopra quella superiore l'ente paga un tasso fisso più alto.

collar possono rappresentare una risposta plausibile, tuttavia molto resta affidato alla definizione delle soglie, nonché al valore assegnato allo spread.

La recente regolamentazione della materia ha inteso limitare i rischi connessi alle operazioni derivate, ma è intervenuta a due anni di distanza dalla disciplina liberalizzatrice recata dall'art. 41, mentre operazioni su derivati sono registrabili sin dall'anno 2000, prima ancora della esplicita previsione recata in finanziaria 2002<sup>18</sup>. Negli anni in questione, alle operazioni finanziarie degli enti locali, è mancata una linea di vincolo prudenziale a garanzia della sostenibilità del debito e di rispetto degli equilibri di bilancio.

Restano poi le perplessità legate alla complessità dei fenomeni regolati, poco suscettibili di vincoli e garanzie codificate, tanto più nell'attuale situazione di stretta finanziaria, ove permane l'inevitabile spinta ad operazioni non in linea con la cautela necessaria ad evitare che la manovrabilità delle attuali gestioni si realizzi a scapito di quelle future.

#### 4.1.2. Segue: i contratti swap dell'anno 2004

Significativi del resto i dati relativi al 2004. Si tratta di 42 nuovi contratti, 23 dei quali costituiscono rinegoziazione di operazioni precedenti, tramite la rimodulazione delle reciproche obbligazioni, cui non è estraneo anche l'obiettivo di aderire a quanto richiesto dal regolamento 389/2004. Il che, tuttavia, ha comportato la liquidazione di un mark to market negativo nella maggioranza dei casi, tradottosi nella corresponsione di un up-front per farvi fronte. Con l'effetto di dover scontare nel costo della chiusura anticipata l'esposizione ad una maggiore alea contrattuale.

Non a caso, seppure le rinegoziazioni 2004 abbiano anche consentito di dare applicazione al regolamento 389/03, con privilegio generalmente accordato alla opzione collar, tuttavia al superamento della soglia di garanzia - in genere fissata al 6% Euribor 6 mesi - si riscontrano, a carico degli enti, tassi fissi oltre l'8% o 9% del nozionale.

Il fenomeno della rinegoziazione, pure favorito dagli istituti intermediari, si è sostanzialmente risolto in primo luogo nella corresponsione di ulteriori premi di liquidità, da girare immediatamente all'intermediario per la chiusura della vecchia posizione, in secondo

---

<sup>18</sup> Il TU sull'ordinamento degli enti locali [d.lgs. 267/2000] non contiene previsioni espresse sull'impiego degli strumenti derivati ma nemmeno ne vieta l'utilizzo mentre poi riconosce agli enti autonomia finanziaria.

luogo, nella previsione di ulteriori barriere oltre il cap cui corrispondono – come detto – tassi dell'ordine del 8% ma anche superiori al 9%.

#### 4.1.3. Contratti swap dei Comuni di maggiori dimensioni

L'ampliamento dell'indagine campionaria ad alcuni Comuni con popolazione superiore a 100.000 abitanti, consente ulteriori riflessioni.

Da notare, in primo luogo, come gli enti locali di maggiori dimensioni presentino una percentuale di debito la cui copertura in derivati [36,7%] è inferiore a quella mediamente riscontrabile nei confronti dei piccoli Comuni.

Altrettanto è a dirsi per i premi di liquidità incassati, che non ricorrono affatto proprio per i due Comuni più grandi, ma che comunque, anche per gli altri, si collocano entro limiti poco superiori all'1% del nozionale, pur nelle fattispecie contrattuali precedenti la sua introduzione [Reg. 389/2003].

Semmai, anche nel confronto fra Comuni di maggiori dimensioni, rilevano le differenti finalità perseguite tramite il ricorso ai derivati. Ove, accanto alla strategia abbastanza comune della riduzione del costo del debito contratto con la Cassa dd.pp., a volte elevato perché risalente, emergono filosofie più avanzate che intendono misurarsi con la volatilità dei mercati e mirano a calibrare l'intero debito anche per ridurre la sensibilità alla variazione dei tassi. Vi si accompagna, in uno dei casi esaminati, una specifica organizzazione tecnica, strutturalmente dotata di professionalità in grado di gestire la complessità legata alla utilizzazione degli strumenti di finanza innovativa.

Restano, ma isolate, alcune preoccupazioni allorché l'effetto, pur a fronte di adeguata protezione dall'evoluzione avversa dei mercati, è di spostamento in avanti dell'onere di rimborso del capitale con conseguente traslazione del peso finanziario sugli esercizi futuri. Da dire poi che, ancora nel 2004, si riscontrano operazioni con vendita di cap.

#### 4.2. Utilizzo degli strumenti derivati da parte delle Regioni

L'operatività delle Regioni nel mercato dei derivati è risultata, sino all'anno 2003, di dimensioni modeste specie al Nord e al Centro e, in genere, qualitativamente diversa rispetto a quella degli enti locali, semmai per certi versi assimilabile a quella dei più grandi Comuni.

Le Regioni a statuto ordinario, a fine 2003, registrano un ammontare in derivati pari al 34,9% del debito complessivo. Fra questi, la quota di maggior consistenza è relativa ad emissioni in valuta con conseguente necessario ricorso a swap a copertura del tasso di cambio. Significative, a riguardo, le operazioni di Lombardia e Lazio che, realizzate secondo la tipologia bullet, hanno poi privilegiato l'adozione di uno swap amortising.

Frequente, anche in altre Regioni, il ricorso a swap in concomitanza ad emissioni obbligazionarie con rimborso alla scadenza e contestuale copertura del rischio di tasso.

Sono ben cinque le Regioni a statuto ordinario che, a tutto il 2003, non avevano ancora fatto ricorso a derivati [Piemonte, Veneto, Emilia Romagna, Marche, Basilicata] .

Un cambiamento si riscontra a partire dal 2004, con consistente aumento di derivati, complessivamente pari, nell'anno, a 2.585 milioni di euro.

Primo, prudente affaccio sul mercato è quello dell'Emilia Romagna che, per la prima volta, sovrappone uno swap ad un mutuo di Cassa dd.pp. a copertura dell'evoluzione dell'originario tasso variabile, tramite collar e barriera superiore fissata al 5,25%.

Sempre nel 2004, sono poi Toscana, Lazio, Campania, Puglia e Calabria ad essere operative con derivati preordinati a diverse finalità: copertura di tassi variabili [Toscana e Campania], rinegoziazione di derivati su mutui per disavanzi delle aziende di trasporto pubblico locale [Lazio], ammortamento di emissioni bullet a copertura di avanzi sanitari [Puglia], totale ristrutturazione del debito anche per la quota a tasso fisso [Calabria].

Complessivamente l'anno 2004 espone, rispetto all'anno precedente, una crescita di capitale swappato del 57,5%.

Seppure non manchi qualche preoccupazione per quelle operazioni che, ancora nel 2004, hanno previsto tassi indicizzati Euribor al superamento delle soglie cap o allungamento della scadenza del debito e trasferimento di oneri ad esercizi futuri, va pure detto come le Regioni si siano mostrate in generale più caute nella definizione dei relativi contratti.



Certo è poi possibile rilevare, con riguardo alla Regioni a statuto speciale come, anche qui, non sia raro – per contratti tuttavia precedenti il 2004 - lo spostamento in avanti dell'onere di ammortamento, come pure la vendita di cap e la corresponsione all'ente di up-front. Evenienza, questa ultima, invece rara per le Regioni ordinarie e semmai legata a market market negativo per chiusura anticipata di contratti.

La minore operatività regionale nel mercato dei derivati, quanto meno sino al 2003, trae giustificazione plausibile da due ordini di motivazioni. La prima può essere letta in chiave di sistema finanziario-contabile, la seconda dipende dalla differente composizione dello stock di debito accumulato negli anni.

Quanto al primo aspetto, è la stessa conformazione del bilancio e del suo equilibrio a fare la differenza, laddove per le Regioni, al pari dello Stato centrale, il ricorso all'indebitamento è momento di chiusura per l'equilibrio, con la conseguente possibile manovrabilità del bilancio nel suo contenuto programmatico e autorizzativo. E' a questa flessibilità operativa che le Regioni hanno affidato la strategia delle risorse utilizzabili per la realizzazione di piani e progetti programmati i quali, a differenza della maggior parte dei servizi di competenza degli enti locali, consentono maggiore flessibilità attuativa.

Lo scenario tende semmai a mutare a partire dagli anni 2002 e 2003, allorché i problemi della sanità coinvolgono direttamente il versante regionale costretto a far fronte ai consistenti disavanzi con conseguente ricorso al debito. E' in questi anni che cresce il debito con la Cassa dd.pp. [+153%] sino ad allora rimasto a percentuali modeste [15% del totale debito nel 2000], mentre l'accentuata responsabilizzazione regionale per sanità e trasporti restringe il margine di manovra dei bilanci, del resto già in tensione per la riduzione e/o lo slittamento dei finanziamenti e per il blocco della fiscalità .

Quanto al secondo aspetto, è il rapporto fra tasso fisso e variabile a fare la differenza con gli enti locali, con un confronto che mette in campo un 70,5% di fisso locale contro il 33,5% regionale.

Le differenti evenienze quantitative e qualitative ne sono conseguenza, laddove, mentre minore è l'esigenza di ricorrere ai derivati per ottenere una riduzione del costo del debito, è

semmai la copertura del rischio a motivare l'operatività regionale seppure con qualche eccezione anche sul versante di alcuna fra le Regioni a statuto speciale.

## 5. Clausole contrattuali e definizione di operatore qualificato

Quanto alle clausole contrattuali, particolare preoccupazione desta la dichiarazione ricorrente, da parte dei responsabili finanziari degli enti locali, di essere "operatori qualificati" ai sensi dell'art. 31 del Regolamento CONSOB [n. 11522/98], con esposizione alle conseguenze proprie dei contratti aleatori ed esclusione della possibilità di far valere ogni pur ragionevole dubbio in ordine alla consapevole assunzione di rischio<sup>19</sup>.

Da dire che la graduazione degli obblighi contrattuali a carico degli intermediari è funzione dell'esperienza qualificata del cliente e rinviene dalla direttiva 93/22/CEE, ormai superata dalla direttiva 2004/39/CE, approvata nell'aprile 2004, in base alla quale vengono ora in considerazione "le esigenze di tutela delle diverse categorie di investitori" non più annullabili tramite semplici autocertificazioni e con presunzione di non professionalità al di sotto di determinate soglie.

A tale riguardo va notata, anche qui, la differenza riscontrabile fra i piccoli enti e quelli di dimensioni grandi e/o delle Regioni, perché con riguardo a questi – in quanto enti emittenti in mercati regolamentati e perciò ricompresi nella indicata qualifica<sup>20</sup> - è di conseguenza ultronea la autocertificazione in parola, mentre generalmente ricorre una assunzione di responsabilità legata ad una autonoma valutazione di rischio.

Il che, se mette in chiaro la posizione debole degli enti di piccole e media dimensioni, per i quali dovrebbe essere assolutamente vietata la autocertificazione di "operatore qualificato", suggerisce speciale riflessione anche per quelle clausole vessatorie - generalmente ricorrenti - che escludono l'applicazione dell'articolo 1467 del codice civile per contratti che, se privi di finalità speculative, conservano pur sempre natura commutativa.

---

<sup>19</sup> La Consob prevedeva di approvare la modifica dell'art. 31, comma 2 del Regolamento 11522 del 1998 entro il 2004. Va specialmente notato che ai sensi dell'art. 31, comma 1, nei rapporti fra intermediari e "operatori qualificati" non si applicano molte delle disposizioni del Regolamento poste a tutela degli investitori fra cui anche l'art. 28 relativo alle informative sui rischi con la consegna del documento specifico sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari.

<sup>20</sup> L'art. 31 del Regolamento Consob considera operatori qualificati, fra gli altri, anche gli enti emittenti di strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati.

Sotto questo aspetto anche le dichiarazioni rese dai responsabili di amministrazioni regionali “di comprendere, valutare, accettare i rischi connessi alla operazione” non persuade né è da condividere. A fronte di perdite potenzialmente illimitate, tali dichiarazioni vengono a configurare un esonero di responsabilità a fronte di operazioni delle quali, proprio la CONSOB, ritiene difficoltoso o impossibile apprezzare il valore e valutare l’effettiva esposizione di rischio. Ma, se è così, qualora manchi un fine speculativo, non è ragionevole escludere l’evenienza di una eccessiva onerosità ai sensi dell’art. 1467 c.c.

#### 6. Le operazioni derivate con premio di liquidità

Il regolamento per l’accesso al mercato dei capitali [decreto 389/03] e la circolare attuativa del Ministero dell’economia e delle finanze hanno delineato – come si è detto – le operazioni in strumenti derivati consentite agli enti territoriali, individuandone specifici connotati strutturali e sinallagmatici.

Particolare riflessione meritano quelle “altre” operazioni che ottengono eccezionalmente “via libera” in funzione dell’obiettivo perseguito, quello cioè della ristrutturazione del debito, senza speciale riferimento ai loro caratteri strutturali. Uniche condizioni richieste sono relative alla scadenza, da mantenere entro quella della sottostante passività, e al corrispettivo, che dovrebbe assicurare la copertura al costo del debito sottostante, escluso un profilo crescente dei flussi di pagamento da parte dell’ente, ad eccezione di un eventuale premio di liquidità, non superiore tuttavia all’1% del nozionale di riferimento.

Valgono a riguardo le seguenti considerazioni.

La finalità di “ristrutturazione” del debito, che necessariamente deve connotare queste “altre” operazioni, sembra in realtà funzionale ad una integrale riconsiderazione della passività complessiva dell’ente, ove è soprattutto il bilanciamento fra tassi fissi e variabili a guidare la scelta di ricomposizione dello stock.

Altro aspetto meritevole di riflessione riguarda la previsione di up-front. Tale rifornimento di liquidità, seppure ora limitato all’1% del nozionale, non manca di destare perplessità; la quale, non tanto intende appuntarsi sui contratti swap precedenti la circolare del maggio scorso, anche se, va pur detto, gli up-front hanno generalmente superato il predetto

limite, toccando anche il 9% del nozionale e trovando applicazione anche in operazioni diverse da quelle di ristrutturazione.

L'aspetto che, a partire da oggi, maggiormente interessa è quello di corretto inquadramento e di esatta qualificazione dello strumento. Il premio di liquidità si risolve, infatti, in un anticipato versamento di fondi che sconta l'attualizzazione sui relativi tassi contrattuali a carico della controparte, oppure si ripercuote sullo spread. Sostanzialmente, seppure incorporata in uno swap, si tratta di operazione analoga alla contrazione di un mutuo, laddove la sua concessione comporta un tasso o uno spread che attualizza il premio corrisposto in via anticipata dalla banca all'ente.

Nella specie ricorre, perciò, una forma di ricorso al mercato finanziario che, in generale per tutti gli enti, richiede il rispetto delle medesime condizioni e vincoli stabiliti per ogni forma di ricorso a indebitamento. Da escludere perciò la sua destinazione a spesa corrente.

Resta infine da considerare come la previsione di up-front, legata com'è ad operazioni di ristrutturazione del debito [lett. f), art. 3, DM 389/03], va senz'altro esclusa nelle altre ipotesi contrattuali previste dal regolamento, come del resto chiarito dal Ministero dell'economia e in coerenza con l'eccezionalità da riservare a tale strumento di finanziamento. Fra queste, anche le anticipate chiusure dei contratti, ove operazioni di up-front non possono compensare il mark to market negativo.

## 6. Considerazioni conclusive

La difficile situazione finanziaria nella quale versano gli enti territoriali, specie quelli di media e piccola dimensione se, per un verso, vede ridursi in termini reali le risorse su cui poter contare, d'altro canto non allenta le esigenze di spesa per corrispondere alla domanda di servizi essenziali e indispensabili avanzata dai cittadini, nel quadro di quei diritti di cittadinanza che sono loro riconosciuti per costituzione.

Una delle conseguenze è l'aumento dello stock di debito riscontrato negli ultimi anni, che ne ha reso elevato il costo e più a rischio la copertura.

E' in questa difficile situazione che gli enti territoriali sono indotti a ritagliarsi percorsi di sostenibilità finanziaria, rivolgendosi a nuovi canali di finanziamento per controbilanciare

recenti tagli dei finanziamenti e far fronte ad una dilatazione della spesa conseguente anche alle nuove competenze attribuite.

La ritorsione agli strumenti derivati è pure l'esito dei fenomeni descritti e, nei casi in cui rappresenta una scelta necessaria, a causa di una ricorrente crisi di liquidità o per l'eccessivo costo del debito tradizionale che si vuole in ogni modo ridurre, proprio allora include maggiori rischi. I quali non ricorrono o, meglio, rappresentano una alea accettabile, allorché la strategia sia rivolta alla copertura del rischio di variazione dei tassi o a ricalibrare lo stock complessivo del debito, nella coerente composizione fra tassi fissi e variabili.

Perciò, mentre sui derivati rivolti a riduzione del costo del debito – al di fuori di strategie di globale ristrutturazione - si concentrano profili di maggiore preoccupazione, altrettanta riflessione meritano le ricontrattazioni dei derivati che, tramite lo "smontaggio" delle operazioni in essere, rischiano, non solo di aumentare la complessità degli strumenti, ma di rappresentare ulteriore aggravio finanziario per gli enti, in genere compensato grazie ad ulteriori premi di liquidità scontati peraltro sulle nuove condizioni contrattuali.

Occorre porre attenzione al fenomeno delle rimodulazioni, seppure operate a fronte di mark to market negativi; nei cui effetti a cascata, tuttavia, è il rischio di esposizioni finanziarie destinate a divenire progressivamente insostenibili.

A fronte delle indicate preoccupazioni, valgano le seguenti raccomandazioni.

La conoscenza dei mercati finanziari è condizione non frequente nell'ambito delle amministrazioni pubbliche, ma ricorre raramente presso gli enti di piccole e medie dimensioni. Sembra disconoscere tale realtà la richiesta degli Istituti di credito di sottoscrizione della clausola di "operatore qualificato" [art. 31, Reg. Consob] da parte dei responsabili degli enti, i quali in generale, se di piccole o medie dimensioni, mancano di comprovata esperienza nel campo dei prodotti derivati, soprattutto con riguardo alla comprensione dei fenomeni sottesi alla evoluzione dei tassi di interesse.

Altrettanta riflessione meritano le clausole vessatorie che tendono ad escludere l'applicabilità dell'art. 1467 c.c. e la rilevanza dell'eccessiva onerosità, anche quando i contratti derivati non perseguono finalità speculative.

Va inoltre osservato come sarebbe auspicabile un proficuo confronto, soprattutto nell'ambito locale degli enti di minori dimensioni, al fine di un esame comparato dei contenuti contrattuali di volta in volta proposti dagli intermediari. A tal fine risulterebbe utile la creazione di una rete informativa per offrire una mappa aggiornata sull'andamento dei contratti in essere nelle varie realtà locali con riferimento alle condizioni offerte.

Quanto alla recente disciplina sull'accesso al mercato dei capitali, la circolare del Ministero dell'economia del maggio scorso è valsa a porre in chiaro i limiti di garanzia richiesti alle operazioni su derivati.

In particolare, riguardo alle operazioni derivate "indirizzate alla ristrutturazione del debito", sembra desumersi come esse debbano prendere in considerazione l'intera esposizione debitoria. Per altro verso, la previsione di up-front, riferita esclusivamente alle operazioni di ristrutturazione del debito, sembra escludere la possibilità di farvi ricorso in ogni altra ipotesi e, fra queste, anche nel caso di rimodulazione di contratti precedenti con mark to market negativo. Il che trova conferma nelle precisazioni recate dalla indicata circolare del Ministero dell'economia, in aggiunta alle quali andrebbe peraltro ribadito che, ove consentita, per tale forma di finanziamento debbono valere i medesimi vincoli stabiliti per mutui ed emissioni con esclusiva possibile destinazione a spese di investimento.

Ciò considerato, seppure non possano disconoscersi i vantaggi legati ad una prudente gestione attiva delle passività, resta l'esigenza che essa sia assistita da adeguata competenza e professionalità, oggi non riscontrabile negli enti di piccole o medie dimensioni. Nei confronti dei quali, resta il margine di rischio connesso all'andamento dei mercati finanziari, a fronte di clausole contrattuali non percepite nel loro effettivo valore che, proiettato sino alla scadenza del derivato, può includere differenziali negativi destinati a risultare privi di adeguata copertura.