

4 Indebitamento regionale e finanza innovativa

4.1 La disciplina recente in tema di accesso al credito da parte degli enti territoriali

A partire dai primi anni 2000, a fronte della crescente crisi di liquidità conseguente alle politiche di contenimento attuate a livello centrale, si è andata affermando una disciplina del credito agli enti territoriali caratterizzata da un duplice obiettivo. Per un verso, consentire più ampio margine alle autonome iniziative di finanziamento regionali e locali, fornendo copertura legislativa a prassi del resto già sviluppatesi. Per altro verso, disciplinare in modo stringente i nuovi strumenti finanziari per limitarne l'utilizzazione a casi ben circoscritti, ad evitare i rischi legati a politiche di indebitamento speculative determinate dall'intento di ottenere immediati vantaggi in termini di liquidità con pregiudizio sugli equilibri futuri.

In particolare, dalla finanziaria 2002 è un susseguirsi di regole che mentre schiudono a nuove possibilità di indebitamento locale e regionale poi, specie a partire dalla finanziaria 2004, ne delimitano l'ambito consentito per corrispondere ad esigenze sia di razionalizzazione degli strumenti sia di armonizzazione del quadro nazionale con la disciplina di livello comunitario.

Come rilevato in precedenti relazioni, un più facile accesso al mercato dei capitali e maggiori possibilità nella gestione del debito sono state previste per gli enti territoriali con l'art. 41 della legge 28 dicembre 2001 n. 488 che ha modificato le disposizioni più restrittive recate dalla legge n. 724 del 1994. È stata fra l'altro prevista espressamente la possibilità 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 stata la rimozione di alcuni vincoli che avevano condizionato il ricorso al credito da parte degli enti territoriali; in particolare, la possibilità di far ricorso a strumenti derivati o di emettere titoli obbligazionari con rimborso in unica soluzione alla scadenza (struttura bullet) con obbligo tuttavia di costituire, in questo caso, un fondo di ammortamento reinvestibile o di effettuare uno swap per trasformare il titolo obbligazionario bullet in un titolo con ammortamento (amortising swap)¹⁵. L'accesso al mercato delle obbligazioni è stato poi facilitato, per gli enti locali, dalla possibilità di emissioni in pool mentre la previsione di aperture di credito quinquennali ha consentito di calibrare l'onere finanziario misurandolo sull'effettiva erogazione utilizzata.

A fronte delle indicate nuove opportunità sono peraltro scattati numerosi vincoli sia con riguardo alle finalità consentite nell'accesso al credito, sia relativamente alle limitazioni

¹⁵ L'art. 41 ha inoltre eliminato 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.

quantitativamente segnate alla capacità di indebitamento. La finanziaria 2004, nel confermare quanto già disposto con l'art 119 cost. –in adesione a discipline di livello comunitario– specifica inoltre che gli investimenti finanziabili sono solo quelli che determinano un arricchimento patrimoniale per l'ente con esplicita esclusione della possibilità di destinare il debito contratto al finanziamento di soggetti posti fuori dal novero delle pubbliche amministrazioni. Nella medesima logica di adeguamento alla disciplina comunitaria definita da Eurostat è l'integrazione all'art. 3, comma 17, della finanziaria 2004 disposta con la finanziaria 2007, che include nel concetto di indebitamento le operazioni di cartolarizzazione dei crediti sanitari per il cui pagamento l'ente assume nuove obbligazioni anche con ristrutturazione dei piani di ammortamento (v. a riguardo Parte III, par. 8.1)

4.2 La disciplina degli strumenti finanziari derivati

Una articolata regolamentazione è valsa a tipizzare la struttura degli strumenti derivati cui possono ricorrere gli enti territoriali. All'attuazione di quanto disposto dall'art. 41 della finanziaria 2002 ha infatti provveduto il Ministero dell'economia e delle finanze con regolamento approvato a fine anno 2003 (decreto 389/03) che, oltre a disciplinare le procedure di coordinamento per l'accesso ai mercati dei capitali da parte degli enti territoriali, ha puntualmente definito le operazioni in derivati consentite. All'apertura iniziale recata con la finanziaria 2002 ha fatto perciò seguito, a due anni di distanza, una serie di precisazioni e limiti volti a frenare la tendenza già manifestatasi di operazioni avviate secondo criteri non ottimali e in assenza di adeguate cautele.

Operazioni ritenute ammissibili sono inizialmente solo quelle 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* ¹⁶, mentre resta obbligatoria la copertura del rischio di cambio (*cross currency swap*)¹⁷.

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 previste anche operazioni derivate risultanti dalla combinazione delle precedenti e finalizzate alla ristrutturazione del debito, volte cioè a cambiare il piano di ammortamento,

¹⁶ 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.

¹⁷ L'art. 2 DM Tesoro 5.7.1996 n. 420 [*Regolamento per l'emissione dei prestiti obbligazionari*] prevede 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.

purché, in questo caso, non implicino una scadenza posticipata a quella del contratto originario e un profilo crescente nei valori attuali dei flussi di pagamento¹⁸, 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 operazioni, è eccezionalmente ammessa la possibilità di incassare un eventuale premio di liquidità (*up-front*) non superiore all'1% del nozionale.

L'intento implicito di tali disposizioni, specie delle due ultime citate è stato di evitare la possibilità di traslare il peso finanziario delle operazioni in essere sugli esercizi futuri, il che avviene anche nel caso della corresponsione di premi di liquidità, la cui presenza sconta condizioni contrattuali meno vantaggiose per l'ente destinate a pesare sulle gestioni future.

Con la circolare esplicativa del 27 maggio 2004 il Ministero dell'economia ha fornito ulteriori chiarimenti ai fini di una puntuale applicazione della disciplina regolamentare. È stato quindi 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. È 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 internazionale¹⁹ e, inoltre, non possono assumere 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"²⁰.

Ultima integrazione normativa, riguardo alle operazioni in derivati, è nei commi 736 e 737 della legge 27 dicembre 2006 n. 296.

¹⁸ 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.

¹⁹ 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.

²⁰ 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 generali, 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.

La prima disposizione introduce principi dichiarati fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica cui dovranno attenersi gli enti territoriali, perciò anche le Regioni. Da notare perciò la novità rispetto alla precedente disciplina sui derivati (Regolamento 389/2003) applicabile alle Regioni ma “sino all’emanazione di specifiche normative regionali”.

Importante la ribadita tipicità causale delle operazioni consentite a copertura del rischio di tasso cui peraltro si aggiunge anche la finalità di riduzione del costo del debito, con la necessaria implicazione, in entrambi i casi, di una passività sottostante effettivamente dovuta. In altri termini, il ricorso ai derivati non può avere altro scopo che quello della gestione attiva del debito, in assenza del quale resterebbe solo una scommessa, meramente speculativa, sulla variabilità dei tassi.

Corollario dell’indicato principio è la prevista necessaria corrispondenza tra nominale della passività e il nozionale dell’operazione in derivati; criterio, questo, del resto già presente nelle disposizioni regolamentari del 2003 (Reg. 389/2003), ma ora ribadito come principio fondamentale di coordinamento. Il che vuol dire che un’unica passività può essere coperta anche da più derivati purché la somma dei loro nozionali non ecceda l’ammontare nominale dell’obbligazione sottostante. Per coerenza –e già lo aveva precisato la circolare esplicativa del 24 maggio 2004– un’operazione derivata non può poi avere come sottostante un’altra operazione derivata a meno che non si tratti di chiudere definitivamente un precedente derivato con una operazione di segno contrario e con un altro intermediario.

In applicazione del suindicato principio, che vuole corrispondenza fra passività e derivato, è la necessaria coincidenza della durata delle obbligazioni, sottostante e derivati; il comma 736 della finanziaria 2007, reca tale precisazione ma nulla dice sulla possibilità, con il derivato, di far slittare alla fine del periodo di ammortamento il pagamento delle quote capitale con sostanziale effetto di finanziamento. Eppure non rare sono le operazioni di questo tipo riscontrate da questa Corte in occasione dell’esame dei contratti specie riferiti agli enti locali (v. parag. 4).

Con la diffusione degli strumenti derivati è sensibilmente aumentato il rischio di operazioni non sostenute da competenze adeguate da parte di investitori locali poco professionali, per di più tentati di sfruttare gli effetti di breve periodo per colmare deficit di bilancio e insufficienti liquidità. A tale evenienza ha inteso porre un argine la disposizione recata al comma 737, della finanziaria 2007 mediante una supervisione e controllo del Ministero dell’Economia su tali operazioni finanziarie. È prevista infatti una fase di monitoraggio ex-ante su tali e operazioni ponendo in capo agli enti l’obbligo di trasmettere al MEF il testo del contratto prima del suo perfezionamento. L’avvenuta comunicazione costituisce elemento

necessario al perfezionamento del contratto. Qualora poi le operazioni comunicate e poste in essere violino le disposizioni in materia di strumenti derivati, segue una comunicazione alla Corte dei conti ai fini dei provvedimenti di competenza.

Il previsto monitoraggio, può in effetti rappresentare un utile rafforzamento delle cautele previste con la descritta tipizzazione contrattuale delle operazioni; da dire tuttavia che un percorso più semplice potrebbe utilmente far leva su un'organizzazione decentrata e più capillare che tenesse conto sia delle esperienze già maturate in alcune realtà territoriali (così in Emilia Romagna e in Toscana), sia dell'organizzazione decentrata di questa Corte tramite le sezioni regionali di controllo, cui in prima battuta potrebbero essere trasmessi i contratti medesimi per una valutazione su di essi che valesse, non solo a tener conto del puntuale rispetto della richiesta tipicità, ma che inquadrasse i medesimi e le relative clausole nel quadro complessivo delle problematiche gestionali facenti capo ai rispettivi enti. Non si rimarcherà mai abbastanza come le caratteristiche contrattuali delle operazioni in derivati risentono in modo diretto dei problemi gestionali riferibili agli enti che vi ricorrono, nell'ambito dei quali assume rilevanza lo stesso giudizio di pericolosità e di rischio futuro. Va osservato allora che, mentre i controlli diffusi di regolarità, affidati alla Corte dalla finanziaria 2006, si sovrappongono ai medesimi esami già condotti in sede centrale da parte della ragioneria generale, ai quali fra l'altro conseguono efficaci misure di natura finanziaria e perciò con doppio impegno e spendita di risorse, per altro verso il versante degli strumenti derivati soffre tutt'ora la mancanza di un momento dedicato a farne oggetto di verifica nel quadro complessivo degli andamenti gestionali che, nelle sedi decentrate della Corte, avrebbe possibilità di valida interlocuzione anche con le citate iniziative regionali, intraprese a sostegno degli enti locali di alcune realtà territoriali.

4.3 Utilizzo degli strumenti derivati da parte di Regioni ed enti locali nell'anno 2006

L'anno 2006 mostra, rispetto all'anno passato, una maggiore dinamicità nei derivati regionali. Risultano stipulati 23 nuovi contratti di *interest rate swap* (IRS)²¹ (cinque nel 2005) per un totale nozionale pari a 5.398 milioni. L'ammontare complessivo di capitale swappato, al netto di *swap amortising* e di tasso di cambio, a fine 2006 è pari a 10.421 milioni (v. TAB 8), con incremento rispetto al dato 2005 di oltre 4.200 milioni, corrispondenti all'ammontare dei

²¹ Nell'ambito delle strutture negoziali, individuate dal Testo Unico di Finanza (TUF), gli swap assumono la forma tipica di contratti bilaterali OTC (*over the counter*), negoziati cioè fuori dei mercati regolamentati, e le 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 (*exchange traded*), 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. Il Master Agreement reca anche la disciplina della giurisdizione la quale, nel caso di riferimento alla legge inglese come regolatrice del rapporto contrattuale, implica l'accettazione della giurisdizione dei tribunali inglesi.

nuovi contratti. Con riferimento allo *stock* di debito regionale l'ammontare dei derivati rappresenta oltre il 40%, mentre era pari al 35,9% l'anno precedente.

Tre gli scenari a fronte dei quali si sono disposte le finalità contrattuali nel 2006.

In primo luogo, l'adeguamento dei derivati alla modificazione delle sottostanti passività. Da dire a riguardo come frequente negli ultimi due anni siano state le ricontrattazioni dei mutui o la loro estinzione anticipata ai fini dell'allungamento delle scadenze; il che ha permesso di ridurre il costo annuale del debito con minore peso annuale della rata di ammortamento. Una strategia seguita anche per far fronte all'insufficiente finanziamento dei fabbisogni avvertito sia a livello locale sia a livello regionale. Tale fenomeno si è accompagnato spesso con altrettante emissioni obbligazionarie per il reperimento di risorse necessarie ai rimborsi anticipati, mentre poi ha determinato l'esigenza di rinegoziazioni dei derivati per adeguarli alla modificazione della sottostante passività. Tale il caso della **Toscana**, con riferimento ad mutuo con il Monte dei Paschi di Siena la cui scadenza è stata posticipata dal 2021 al 2035, ove poi la rimodulazione del derivato ha comportato la trasformazione del tasso variabile (EURIBOR + *spread* 0,180%) in tasso fisso del 4,358% sul nozionale di 34,19 milioni. Anche la regione **Calabria** si è posta l'obiettivo di un allungamento della vita del debito con la diminuzione delle quote di capitale di rimborso, creando maggiore liquidità per il bilancio; ciò con riferimento ad alcuni mutui contratti con la Cassa dd.pp. successivamente al 31 dicembre 1996 e per un ammontare di debito pari a 218 milioni la cui scadenza è stata prorogata dal dicembre 2022 al dicembre 2031. Di conseguenza, con riferimento ai correlativi quattro derivati, si è posta l'esigenza di rimodulazione della scadenza in relazione alla quale le relative proposte contrattuali (due con UBS e due con BNL) sono state trasmesse al MEF, come previsto dall'attuale finanziaria. Il primo contratto (44,69 milioni) a fronte del tasso fisso assunto dalla Banca (UBS) pari al 4,56%, prevede un *collar* bilanciato fra il 5,20% del *cap* e il 2% del *floor*, entro il quale la regione paga EURIBOR + *spread* dell'1,45%. Sostanzialmente analogo lo swap di 63,41 milioni, sempre con UBS, con stessa struttura e scadenza. Uguali, quanto a nozionale, gli altri due contratti con BNL (44,69 e 63,41 milioni) i quali prevedono uno stesso tasso fisso del 4,56% a carico della banca ma con *collar* diversamente calibrato, rispetto a quello definito con UBS, e meno vantaggioso per la Regione ove al tasso fisso dal 4,05% al 4,48% + *spread* (2% - EURIBOR) a carico della BNL sono fissate le soglie *floor* del 5,2% e *cap* del 7%, entro le quali è fissato il tasso EURIBOR -1,33%. Analoga situazione è quella del **Molise** che nel 2006 effettua la rimodulazione di tre precedenti operazioni swap il cui differenziale negativo viene assorbito nelle condizioni definite con i nuovi contratti. Tali operazioni, con nozionale originariamente pari a 58,0 milioni, 22,85 milioni e 9,98 milioni di euro, erano state a suo tempo

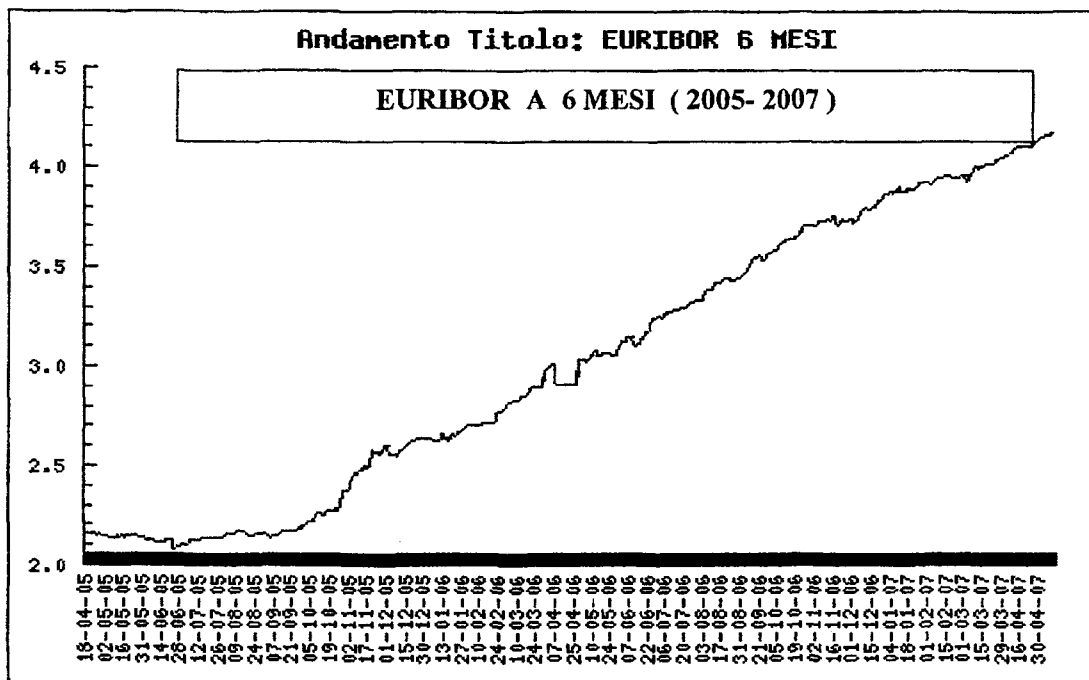
concluse a fronte di alcuni mutui contratti con la Cassa dd.pp. poi estinti tramite un'emissione obbligazionaria posta in essere nel 2005 e rinegoziati con allungamento della scadenza; di qui l'esigenza di procedere alla ricontrattazione dei derivati con nuovo contratto per nuovo importo nozionale pari a 77 milioni. Da dire che, dei citati swap, due erano già stati oggetto di rimodulazione nel 2002. Il nuovo contratto si affida ad Unicredit Banca d'Impresa e prevede a carico della Regione un tasso fisso 4,79% a fronte di un variabile EURIBOR + *spread* del 0,15%.

Altro scenario, alla base delle più recenti operazioni in derivati, è rappresentato dall'evoluzione in crescita dei tassi di interesse conseguente alla variazione in senso restrittivo della politica monetaria della BCE avviata, dopo un lungo periodo di neutralità, a partire dalla fine del 2005 con il primo rialzo dei tassi, al quale hanno fatto seguito ben sei rialzi, sino a quello recentissimo adottato nei giorni scorsi che ha portato il tasso al 4% con previsione tuttavia di ulteriori rialzi entro l'anno in corso²². Le mutate condizioni del mercato finanziario hanno suggerito la modifica di operazioni precedenti o per la copertura di tassi variabili, divenuti troppo rischiosi o in perdita, oppure per la ridefinizione delle condizioni contrattuali con riferimento alle opzioni scambiate e non più adeguate alle intervenute variazioni. Va ricordato a riguardo come le operazioni in derivati fanno riferimento ai tassi interbancari europei EURIBOR o Libor²³ la cui evoluzione è riportata nel seguente grafico.

²² I rialzi dei tassi di riferimento, successivi a quello deciso a fine dicembre 2005, sono stati sei: l'8.3.2006 al 2,50 – il 15.6.2006 al 2,75 – il 9.8.2006 al 3,00 – l'11.10.2006 al 3,25 – il 13.12.2006 al 3,50 – il 14.3.2007 al 3,75 (dati Banca d'Italia - Bollettino economico n. 48, aprile 2007).

²³ 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 ventaglio 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], 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.

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 asistemico di quest'ultima.



2026 e 2036 e con *cap* rispettivamente al 5,35% e 5,48% e *floor* scalettato da 2,9% al 4,8% e dal 3,2% al 4,1%. Anche la **Basilicata** ha concluso nel 2006 due operazioni finanziarie su derivati (nozionali entrambi pari a 109milioni) a copertura del rischio di tasso rinveniente da un mutuo stipulato a tasso variabile per il finanziamento di interventi nelle zone colpite dal terremoto del 9 settembre 1998 (Del. GR 12.6.2006 n. 825). La struttura dei contratti prevede in entrambi i casi un tasso fisso a carico della Regione del 4,78% a fronte del tasso variabile più uno *spread* dello 0,185%. Da dire che il mutuo sottostante è a carico dello Stato e i relativi oneri sono stati assunti nel bilancio regionale.

Terzo scenario, il cui riscontro è frequente specie per le Regioni più grandi, coinvolge la tecnica delle emissioni nel quadro della politica di investimento e di interventi di sviluppo. Il mercato obbligazionario specie nei programmi MTM (*medium term note*) predilige sicuramente emissioni con tipologia *bullet* e spesso, specie in passato, in valuta estera extraeuropea. A parte quest'ultima ipotesi, che esige il ricorso obbligatorio a swap di tasso di cambio, la previsione del rimborso dei titoli alla scadenza comporta il frequente ricorso a swap *amortising*, operazione generalmente preferita alla costituzione di un fondo di ammortamento, mentre la probabile tipologia a tasso variabile implica spesso la copertura con swap di tasso di interesse. Le emissioni obbligazionarie offrono perciò uno scenario complesso per la contemporanea presenza di una pluralità di operazioni in derivati nonché per gli importi rilevanti che le caratterizzano.

Nel 2006 a farvi ricorso sono il Lazio, il Piemonte, la Campania e il Molise, rispettivamente per 500 milioni, 1.800 milioni, 1.890 milioni e 86,77 milioni.

Quanto al **Lazio**, l'emissione *bullet* ha comportato la necessaria trasformazione in lineare dell'ammortamento tramite uno swap *amortising* mentre il tasso fisso del 5,6% dovuto ai sottoscrittori è stato swappato con lo scambio di tasso variabile euribor a carico della Regione nell'ambito di un *collar* con *cap* al 4,25% e *floor* dal 3% al 3,5%. Tali condizioni, certamente favorevoli per la Regione, sono bilanciate con un basso rendimento sulle quote di ammortamento versate alla controparte.

L'emissione del **Piemonte** va inquadrata nel programma *medium term note* approvato dalla Giunta regionale con delibera 2 agosto 2006 n.135/3655. La scadenza dei titoli è trentennale e per importo rappresenta certamente una delle maggiori emissioni realizzate da parte di enti territoriali sul mercato europeo. A tale emissione con scadenza 2036 ha fatto seguito la stipula di due swap, di ammortamento e di copertura del rischio di tasso di interesse. Quest'ultimo contratto presenta una struttura *collar* con *cap* al 6% e *floor* al 3,75% entro la quale la Regione paga euribor e riceve euribor + 0,15%. Quanto allo swap *amortising* sulle

quote di capitale versate periodicamente alla Banca non è previsto alcun rendimento di spettanza regionale.

Complesse le operazioni della **Campania**, con una emissione in dollari per 1.000 milioni e una in euro per 890, entrambe a struttura *bullet*. La prima operazione ha comportato la stipula di tre derivati: uno swap, obbligatorio, a copertura del rischio di cambio, altro swap a copertura del rischio del tasso variabile, infine il necessario swap *amortising*. La seconda operazione ha comportato due swap, uno a copertura di tasso variabile, l'altro per la trasformazione dell'ammortamento da *bullet* in lineare.

L'emissione cui ha fatto ricorso il **Molise** nel 2006 per l'importo di 86,77 milioni è stata effettuata nell'ambito del Programma MTN con riapertura di una predente operazione e contestuale perfezionamento di contratti *interest rate swap* con Deutsche Bank e UniCredit Banca Mobiliare (in entrambi i casi: variabile EURIBOR +0,40% contro fisso 4,68%) e un *amortising swap*.

Quanto sin qui esposto, a riguardo dei contratti di swap stipulati nel 2006, consente alcune considerazioni di raffronto con le operazioni riferite ad anni precedenti. Va ricordato allora come sino al 2003 l'operatività delle Regioni nel mercato dei derivati sia risultata di dimensioni modeste con l'eccezione di swap a copertura di tasso di cambio e swap *amortising* in connessione con emissioni in valuta di consistenti importi (così per Lazio e Lombardia). Un cambiamento si riscontra nel 2004 specie in relazione alle numerose emissioni in valuta, con tasso variabile e struttura *bullet*. Nondimeno ancora in tale anno, ma anche nel 2005, quattro Regioni sono ancora assenti nel mercato dei derivati: Piemonte, Veneto, Marche e Basilicata e del resto nell'anno 2005 modesto è il ricorso a derivati con solo 5 nuovi contratti da parte di Umbria, Toscana, Molise e Abruzzo tre dei quali di maggiore importo correlati ad emissioni a copertura del rischio di tasso.

È interessante notare come l'anno 2006 registri invece una intensa operatività anche con nuove presenze da parte di Regioni sin qui rimaste estranee agli strumenti derivati; così per il Veneto, il Piemonte, la Basilicata, sui cui contratti si è detto in precedenza.

L'ammontare complessivo di capitale swappato nel 2006 ascende a 5.398 milioni, ove il maggior importo è da attribuire ai derivati connessi con emissioni obbligazionarie, 4.277 milioni al netto degli swap *amortising* e dell'unico swap su tasso di cambio. La ricerca di maggiore copertura a fronte di rialzo tassi ha coinvolto operazioni per 792 milioni, mentre la rimodulazione di swap per adeguarne la scadenza a quella del sottostante ha interessato contratti per 329 milioni. Il dato numerico mostra poi 23 contratti, di cui 7 a copertura del rischio

conseguente l'evoluzione in crescita dei tassi, 11 connessi con emissioni obbligazionarie, 5 per rimodulazioni delle scadenze.

Un mercato assai più vivace rispetto al passato che, per un verso, si accompagna ad un dinamismo nuovo delle Regioni alla volta di politiche di sviluppo, per altro verso risente delle recenti politiche monetarie perseguite a livello di BCE che hanno suggerito nuove e differenti strategie. Mentre infatti negli anni 2003 e 2004 la tendenza è stata quella di sfruttare la discesa dei tassi nel 2006 è forte la preoccupazione di un eccesso di tasso variabile nei portafogli regionali. Si inverte perciò la logica impressa alle nuove operazioni regionali che riflettono la diversa composizione del debito, ove la maggiore percentuale nel 2005 era rappresentata da tassi variabili (v. TAB 6/INDEBREG) i quali, al 71% del debito complessivo, scendono infatti nel 2006 con le nuove operazioni al 52,6%.

Va infine segnalata il frequente fenomeno della ricontrattazione delle passività sottostanti con conseguente modifica dei correlativi derivati, sintomo di una ricerca di margini di liquidità determinata dalle recenti difficoltà finanziarie a causa anche del severo coinvolgimento negli obiettivi di risanamento e di rientro segnati dalla procedura per disavanzo eccessivo avviata nel 2005 nei confronti del nostro paese.

Per quanto riguarda poi le strutture contrattuali e la dimensione dei rischi assunti va osservato come nel 2006 ad essere privilegiate sono le operazioni con opzioni *collar* ove la maggioranza dei contratti prevede valori *floor* che si collocano fra il 3,75% e il 4,5%, con probabile discesa del parametro di riferimento al di sotto di tali valori. Per altro verso anche le soglie *cap* si mantengono relativamente basse con l'effetto di rendere estremamente stretto il corridoio riservato al vantaggio contrattuale dell'ente.

Detto ciò, meritevoli di segnalazione sono poi alcune differenze rispetto a quanto si è potuto riscontrare a proposito dell'operatività nel mercato dei derivati da parte degli enti locali.

Nell'ambito di un'indagine che trova maggiore esaustività anche con osservazione e confronto con le scelte operate in ambito locale -specie da parte di enti di piccole e medie dimensioni- l'esame dei contratti di *interest rate swap* acquisiti da un campione a suo tempo identificato come rappresentativo della dimensione demografica 8.000-100.000 con la selezione di 148 fra comuni e province, ha consentito di approfondire aspetti di rilievo sul fenomeno dei derivati.

Quanto al numero complessivo di operazioni riferite a 28 enti sui 137 enti adempienti alla istruttoria, ascendono al numero complessivo di 35, di cui circa la metà si riferiscono ad obbligazioni assunte o per estinguere mutui con la Cassa dd.pp. o, specie nel caso delle province, per emissioni nell'ambito di programmi MTN. Quanto a questi ultimi casi, il

vantaggio spesso riscontrabile negli swap di tassi di interesse si coniuga con il rendimento nullo delle quote di capitale versate alla banca nell'ambito di swap *amortising*; situazione già riscontrata anche per analoghe operazioni regionali. Meno frequente è il ricorso ad allungamento delle scadenze oltre il 2020/25, mentre slittano oltre il 2030 solo quattro contratti di cui uno scade al 2046.

Quanto all'obiettivo di cautela sul variabile o di miglioramento del costo, sia le rimodulazioni, sia i nuovi contratti scontano strutture rispetto alle quali è possibile riscontrare condizioni contrattuali fortemente a rischio se non già in perdita a seguito della recente evoluzione dei tassi. Se vantaggi per gli enti sono riscontrabili è solo per i primi anni di durata contrattuale, due o tre al massimo, mentre successivamente le condizioni evolvono con forte probabilità di perdita per l'ente. In particolare va osservato come la nuova logica contrattuale seguita dalle banche, relativamente agli swap con *collar*, sia quella di stringere notevolmente le soglie fissate per *cap* e *floor* riducendo le probabilità a vantaggio dell'ente. Va infine osservato l'aumento della pratica *mirror* per la chiusura di operazioni precedenti come pure l'ulteriore presenza di *up front*, seppure di modesto importo e spesso in correlazione di market to market negativo.

4.3.1 Considerazioni conclusive sul ricorso agli strumenti derivati

La difficile situazione finanziaria nella quale versano gran parte degli enti territoriali ha determinato in questi ultimi anni una rincorsa agli strumenti derivati il cui obiettivo, specie nel caso degli enti locali, continua ad essere quello di alleggerire il costo del debito. Tale strategia, come più volte avvisato da questa Corte, espone ad un margine maggiore di rischio, mentre un'alea non minore ma più accettabile ricorre allorché si tratti di garantirsi dalla variazione dei tassi o di ricalibrare lo stock complessivo del debito, nella coerente composizione fra tassi fissi e variabili.

A tale riguardo va tuttavia registrata la diversa politica regionale che nell'attivazione dei derivati e salvi i casi avanti segnalati, ha in prevalenza privilegiato la complessiva rimodulazione del debito o la copertura di emissioni obbligazionarie nel quadro di programmi di investimento MTN.

Particolare riflessione meritano le ricontrattazioni dei derivati, riscontrate con frequenza specie per gli enti locali di piccole dimensioni, allorché motivate dal valore negativo assunto dai contratti, la cui rimodulazione persegue lo scopo di riprendere un nuovo vantaggio, scontando tuttavia condizioni ulteriormente negative spalmate sugli anni futuri. Da dire che lo "smontaggio" delle operazioni in essere non solo aumenta la complessità degli strumenti, ma

rappresenta generalmente ulteriore aggravio per gli enti seppure negoziato per gli anni successivi.

Occorre perciò porre attenzione al fenomeno delle rimodulazioni che, seppure operate a fronte di *mark to market* negativi possono determinare effetti a cascata con esposizioni finanziarie destinate a divenire progressivamente insostenibili.

Tale fenomeno, unitamente a quello dell'allungamento della scadenza dei debiti sottostanti e dei correlativi derivati, evidenziato anche con riferimento ad alcune Regioni, se trova la sua principale causa nelle difficoltà finanziarie degli enti, induce motivi di particolare preoccupazione per le conseguenze sulle gestioni future vieppiù destinate a farsi carico degli effetti negativi loro tramandati e certo difficili da sostenere.

Restano poi le preoccupazioni più volte segnalate in relazione alla necessità di adeguata conoscenza e valutazione di questi strumenti finanziari, tuttavia poco frequente nell'ambito delle amministrazioni pubbliche, ma specie presso gli enti di piccole e medie dimensioni che si affidano alle banche e agli intermediari non solo per la costruzione delle strategie ma anche per la valutazione dei relativi effetti. Situazione di debolezza ulteriormente aggravata dalla frequente 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.

Un primo passo, per una tutela a riguardo, è nella previsione recata in finanziaria 2007 di supervisione e controllo da parte del Ministero dell'economia. Più incisivo sarebbe tuttavia un monitoraggio da parte delle Sezioni regionali di controllo della Corte nel quadro di valutazioni più esaustive legate all'andamento delle gestioni e capaci perciò di evidenziare meglio i rischi sottesi alle strategie di volta in volta perseguite dagli enti.

4.4 Evidenze quantitative e qualitative del debito regionale nella ricomposizione dei dati riferiti all'universo delle amministrazioni territoriali

L'istruttoria della Corte su consistenza e composizione del debito regionale ha riguardato esclusivamente le Regioni a statuto ordinario (RSO) le quali tradizionalmente sono comprese nelle iniziative di indagine di competenza della Sezione delle autonomie. Nondimeno, ai fini di una ricostruzione dell'esposizione debitoria complessiva riferita a tutte le amministrazioni territoriali e locali è possibile integrare tali dati con le evidenze di recente pubblicate dalla Banca d'Italia allo scopo di meglio inquadrare e valutare andamenti e risultanze riferite alle Regioni a statuto ordinario (RSO) con i dati riferiti sia al complesso delle amministrazioni pubbliche, sia per confrontare il fenomeno regionale con quanto riscontrabile per comuni e province.

Ciò posto, va osservato come il debito delle amministrazioni territoriali, ivi compreso quello di altri enti (comunità montane e società partecipate), a fine dicembre 2006, è stato pari a oltre 108.054 milioni di euro; esso rappresenta il 6,9% del debito complessivo delle amministrazioni pubbliche con un incremento percentuale rispetto ai dati di fine 2005 che indicavano invece un 5,9%. L'incidenza sul PIL sale dal 6,3% di fine 2005 al 7,3% del 2006.

Nel rapporto col dato complessivo, la composizione riferita ai vari enti vede le regioni e le province autonome attestarsi a 45.010 milioni (33.812 mln nel 2005). Pari a 8.683 milioni è il debito delle province (7.287 mln a fine 2005), mentre l'esposizione dei comuni a fine 2006 ascende a 45.325 milioni (40.841 mln nel 2005); gli altri enti assorbono 9.036 milioni.

Nella scomposizione per livelli di governo, la distribuzione del debito fra le amministrazioni territoriali e locali, fra la fine del 2005 e la fine del 2006, registra qualche cambiamento. A fronte di una sostanziale analogo contributo delle province alla formazione del debito delle amministrazioni territoriali e locali (da 8,1% al 8,03%), flette quello dei comuni (dal 45,5% al 41,6%) e degli altri enti (dall'8,8% al 8,3%) mentre cresce il contributo del comparto regionale ivi comprese le Province autonome, dal 37,8% al 41,7%.

Il riferimento alle aree geografiche mostra poi come alla formazione del debito delle amministrazioni territoriali e locali, pari a 108.054 milioni a fine 2006, vi abbiano hanno concorso per oltre la metà (57,4%) l'area del Centro (33.556 mln) e del nord ovest (28.230 mln). Rispetto al 2005, alla crescita registrata a fine 2006, pari al 20,4% hanno ugualmente concorso specialmente le medesime aree geografiche (+26,0% il nord ovest, +20,4% il centro).

I suesposti dati consentono di meglio inquadrare le risultanze istruttorie riferite al solo comparto delle Regioni a statuto ordinario, di seguito riportate, anche se occorre tenere conto di

divergenze, seppure modeste, dipendenti della differente fonte per la costruzione dei dati da parte della Banca d'Italia.

Le seguenti tabelle (1-5/REG) espongono consistenza e composizione del debito regionale con riferimento all'anno 2006, ai tre precedenti e all'anno 2000. I dati sono stati trasmessi dalle Regioni su richiesta della Corte e offrono una prima chiave di lettura sulle politiche adottate nella gestione del debito; in particolare il privilegio accordato ai mutui o alle emissioni obbligazionarie, come pure ai tassi fissi o variabili sembra assumere decisivo rilievo anche con riguardo alla intensità e modalità nel ricorso alla finanza innovativa e all'utilizzo di strumenti derivati.

La consistenza del debito, a fine anno 2006, segna un livello complessivo di 38.534 milioni, comprensivo anche delle passività a carico dello Stato²⁴. Al netto delle contabilità speciali di Umbria e Marche (3.765 milioni), che neppure figurano nei dati sopra riportati di Banca d'Italia, il contributo delle RSO (34.769 milioni) al debito complessivo delle amministrazioni territoriali e locali (108.054 milioni) è percentualmente pari al 32,2%, mentre circa il 9,5% è l'impatto attribuibile alle regioni a statuto speciale e alle province autonome.

Il debito a solo carico dei bilanci regionali ascende a 25.556 milioni, dei quali 14.846 milioni (58,1%) si riferiscono ad assunzione di mutui e 10.710 milioni ad emissioni di obbligazioni (41,9%). L'anno 2006 segna una notevole crescita del debito regionale con 6.396 milioni in più sul 2005 (+33,4%) in massima parte (5.280 milioni) dipeso dal forte incremento dei titoli emessi in tale anno (+97,2%). Si segnalano in particolare i casi del Piemonte con un *bond* di 1.800 milioni e della Campania con due *bond*, l'uno in dollari per l'equivalente di 1.000 milioni di euro e l'altro in ambito europeo per 890 milioni di euro (v. a riguardo parag. 4.3); l'ampliarsi della componente titoli ha avuto tuttavia un contributo abbastanza diffuso, seppure in misura più modesta, da parte di altre Regioni: Veneto, Liguria, Lazio e, in tono ancora minore, da Toscana, Molise e Abruzzo. Da notare come alla crescita delle obbligazioni hanno concorso specialmente due fenomeni: in primo luogo gli interventi di sviluppo nell'ambito di programmi MTN, in secondo luogo l'estinzione di passività precedenti ai fini di un allungamento delle scadenze e contestuale emissione per far fronte alla chiusura dei mutui (v. retro parag. 4.3).

²⁴ Il dato complessivo registra anche le obbligazioni a carico dello Stato per il terremoto nelle Marche e in Umbria, le quali per essere inserite in contabilità speciali presso la protezione civile non transitano dai bilanci regionali e non sono neppure registrate nella fonte dati di Banca d'Italia. Depurando tale dato, pari a 3.765 milioni e aggiungendo le passività delle Regioni a statuto speciale [circa 10.700 milioni] l'importo totale ammonterebbe a 45.500 milioni di poco superiore a quello riportato nel Supplemento al bollettino statistico, n. 15 del marzo 2007, di Banca d'Italia.

Quanto alla accensione di nuovi mutui, la crescita 2006 di 1.116 milioni è soprattutto dovuta alla Lombardia il cui debito complessivo di 2.987 milioni vede prevalere in tale anno la componente mutui con un importo di 2.699 milioni e un aumento sul 2005 di 1.916 milioni, gran parte del quale per un prestito della Cassa dd.pp.

I suesposti dati messi a confronto con quelli di sei anni precedenti mettono in chiaro la profonda evoluzione determinatasi negli anni più recenti. L'importo complessivo del debito regionale, nell'anno 2000, è di 11.308 milioni di euro (25.556 milioni nel 2006). La componente relativa ai titoli assorbe solo 699 milioni e non 10.710 milioni come nel 2006 e vi accedono inoltre solo sei regioni per importi ancora modesti. Il confronto fra questi due anni espone l'evoluzione in crescita della totale passività specie per alcune regioni. Posto il 2000 come l'anno di partenza, il Piemonte ha un debito di 493 milioni che diventa nel 2006 pari a 3.828 milioni; la Lombardia ha un debito pari a 692 milioni che divengono 2.987 nel 2006; il Lazio dai 1.508 milioni passa ai 3.607 del 2006; l'Abruzzo dai 263 milioni sale a 1.058 milioni; ma è soprattutto la Campania a registrare un picco in salita passando dai 1.202 milioni del 2000 ai 4.238 milioni del 2006.

I dati 2006 confermano perciò come alcune regioni si siano rivolte con minore diffidenza all'assunzione di mutui e all'emissione di obbligazioni. Vi ha certamente contribuito la possibilità, tramite adeguata organizzazione strutturale e di personale, di gestire attivamente il proprio *stock* di debito, anche tramite il ricorso a derivati, che per le regioni più attrezzate ha significato padroneggiarne l'evoluzione e i rischi.