

L'analisi svolta nelle pagine che seguono si riferisce ad operazioni intervenute a tutto l'anno 2007 sorrette pertanto dalla disciplina sino ad allora vigente in ordine ai cui contenuti si è riferito anche nei precedenti referti e ad essi perciò si rinvia, per maggiori dettagli. Basti qui accennare come, oltre agli swap di tasso di cambio resi obbligatori sin dal '96, i derivati ammessi erano gli *swap* di tasso di interesse (IRS) corrispondenti alla tipologia *plain-vanilla* eventualmente associati ad acquisto di *collar*, ove all'acquisto di *cap*, a protezione dal rialzo dei tassi, si collega la contestuale vendita di *floor* a favore della banca. Allorché tali strumenti fossero poi finalizzati alla ristrutturazione del debito, non avrebbero dovuto prevedere una corresponsione di *up-front* superiore all'1% del valore nozionale, né determinare il posticipo della scadenza originaria, né stabilire un profilo crescente dei valori dei pagamenti destinato a concentrarli in prossimità della scadenza.

Va altresì ricordato come la finanziaria 2007 (commi 736-738) abbia inteso rafforzare ulteriormente il rispetto di tali limiti normativi, istituendo uno speciale monitoraggio da parte del Dipartimento del tesoro, cui gli enti territoriali devono comunicare preventivamente, prima della sottoscrizione, sia le operazioni di ammortamento del debito con rimborso a scadenza sia le operazioni in strumenti derivati. La comunicazione che costituisce condizione di efficacia dei contratti, consente al Ministero dell'economia di valutare la conformità delle operazioni a quanto previsto dalla specifica disciplina e, in caso di inottemperanza, di informarne questa Corte.

Ulteriori condizioni sono state poste poi dalla finanziaria 2008 a garanzia di quella trasparenza che avrebbe dovuto improntare i contratti in strumenti finanziari sottoscritti dagli enti territoriali (art. 1, commi 381-384). Tali disposizioni prevedevano uno speciale regolamento del MEF, sentite Banca d'Italia e Consob, che peraltro non è stato emanato.

Prescrizione particolare (comma 384) è quella che ha imposto agli enti di evidenziare in apposita nota da allegare al bilancio gli oneri e gli impegni finanziari derivanti da tali attività. Il rispetto di tali adempimenti, ivi compreso l'onere di trasmissione dei contratti al MEF prima della sottoscrizione (finanziaria 2007), è condizione di efficacia delle operazioni e l'eventuale violazione è previsto sia comunicata a questa Corte da parte del Ministero dell'economia come infatti è avvenuto a partire dall'anno 2007 [V. par. 4.4].

L'aver previsto, relativamente agli oneri e impegni finanziari implicati dall'attività in derivati, una registrazione in apposita "nota da allegare al bilancio", sembra escludere, per i contratti da stipulare nell'anno, l'esigenza di una specifica appostazione a preventivo la quale risulterebbe del resto di improbabile quantificazione. È semmai a consuntivo che eventuali

differenziali negativi o positivi dovranno essere registrati in entrata o in uscita di parte corrente al pari di quanto avviene a riguardo della spesa/entrata per interessi.<sup>33</sup>

Altro discorso è invece da collegare alla rischiosità dei derivati in essere, che al pari di ogni attività aleatoria, richiederebbe comunque la garanzia di un fondo di rischio da stanziare in percentuale coerente con la tipologia e la concreta esposizione contrattuale. In conto capitale è invece da appostare, e per l'intero ammontare, l'eventuale corresponsione di *up-front*, che, come in più occasioni affermato da questa Corte e come meglio precisato in seguito, rappresenta un finanziamento il cui vantaggio viene scontato sui tassi o sullo *spread*.

#### 4.2 Le indagini della Corte sui derivati degli enti territoriali: anni 2000-2006

Le analisi di cui si dà conto seguono altrettante indagini di analogo oggetto attivate da questa Corte sin dall'anno 2004, in esito alle quali si è riferito oltre che negli annuali referti, anche in occasione delle audizioni presso le competenti Commissioni di Senato e Camera.<sup>34</sup>

Tali iniziative hanno interessato i derivati delle Regioni a statuto ordinario [RSO], di due a statuto speciale, di quattro grandi Comuni e di 144 enti locali (fra cui 11 Province), selezionati sulla base di un campione rappresentativo riferito a enti di piccola e media dimensione,<sup>35</sup> per un complessivo numero di oltre 300 contratti sino ad oggi acquisiti ed esaminati.

I riscontri eseguiti hanno permesso di individuare le finalità e le strategie perseguite con tali strumenti nonché di coglierne le differenze qualitative secondo che a farvi ricorso siano enti locali di piccola e media dimensione o Regioni o grandi Comuni. Altra evidenza riguarda i periodi di stipula dei contratti ove importante discriminazione è dato dal regolamento del Ministero dell'economia e delle finanze di fine 2003 [DM 1.12.2003 n. 389] che ha disciplinato le tipologie consentite, mentre ulteriore, significativa incidenza sulle strategie contrattuali è conseguita dalla recente evoluzione in crescita dei tassi che ha determinato una sostanziale rincorsa alla modifica di operazioni contratte in precedenza.

Dall'analisi condotta emergono aspetti meritevoli di considerazione con riferimento al fenomeno considerato nella sua globalità e dei quali si dà conto nei successivi paragrafi.

---

<sup>33</sup> La qualificazione come flusso di parte corrente trova conferma anche a livello di sistema europeo dei conti nazionali e regionali (SEC 95) che include fra gli interessi i flussi derivanti da operazioni IRS [Regolamento CE n. 2223/96 del Consiglio 25.6.1996, in GUCE L 310 30.11.1996]

<sup>34</sup> Senato della Repubblica, Commissione per l'indagine conoscitiva sugli effetti e le tecniche di controllo dei flussi di finanza pubblica in ordine all'andamento del debito, con particolare riferimento alla componente non statale, Corte dei conti, *Relazione* novembre 2004. Camera dei deputati Commissione Finanze Audizione 3 marzo 2005, Corte dei conti, *Elementi per l'audizione*.

<sup>35</sup> Si tratta di Comuni con popolazione compresa fra 8.000 e 99.999 abitanti oltre 11 Province.

#### 4.2.1 Segue: l'operatività in derivati. Evidenze quantitative e qualitative

Prime esperienze di Regioni e enti locali nel ricorso ai derivati si riscontrano sin dal 2000, anche se il fenomeno assume consistenza a partire dagli anni successivi, specie nel 2004 quando, rispetto al debito complessivo, si registra una percentuale di capitale *swappato* pari al 37,6% per gli enti locali (enti del campione) e del 43,3% per le Regioni, maggiore rispetto agli anni passati ma anche a quelli seguenti.<sup>36</sup> Nel 2005 infatti tale percentuale flette al 22,4% per gli enti locali e al 32,1% per le Regioni (al netto di *currency swap e swap* di ammortamento), con un andamento tuttavia altalenante che registra nel 2007, per gli enti di piccola e media dimensione, una crescita di capitale *swappato* rispetto allo stock complessivo del 29,1% [V. TAB 13/INDEB] mentre, per le Regioni, il recupero nel 2006 (40,8%) si attenua poi nel 2007 (36,1%)<sup>37</sup>.

Solo le Regioni hanno fatto ricorso a *swap* di tasso di cambio [*currency swap*], obbligatori in corrispondenza di emissioni in valuta<sup>38</sup>, le prime delle quali risalenti fra la fine degli anni 90' e inizio 2000 [Lazio 1998 e Lombardia 2002]<sup>39</sup>. Frequenti invece, anche fra gli enti locali, *swaps* di ammortamento, anch'essi obbligatori in caso di emissioni con rimborso alla scadenza [*bullet*].<sup>40</sup>

Quanto alla dimensione finanziaria, di rilievo sin dal 2004 i derivati di Lombardia, Lazio, Campania, Puglia [nel 2006 anche il Piemonte], collegati ad emissioni con rimborso alla scadenza.

Due evenienze hanno avuto un effetto di spartiacque nell'operatività degli enti territoriali, riconducibili, la prima, all'adozione da parte del MEF del regolamento 389 del 2003, l'altra, all'andamento in crescita dei tassi, a partire da fine 2005, a seguito della politica di restrizione monetaria della Banca Centrale.

Non a caso i contratti stipulati ante 2004 hanno assunto tipologie e fatto ricorso a clausole particolarmente rischiose per gli enti, ad arginare le quali ha contribuito la disciplina regolamentare del MEF. Così per la corresponsione di *up-front* in misura superiore all'1%, pari

<sup>36</sup> Diversa considerazione riguarda il numero dei contratti che nel caso delle rinegoziazioni, del resto numerose, lascia tuttavia inalterata la percentuale di capitale *swappato*.

<sup>37</sup> Per il dato relativo al 2006 il riferimento è alla *Relazione sulla gestione finanziaria delle Regioni – esercizi 2005-2006 – Delib. 6/2007*.

<sup>38</sup> V. art. 2, decreto del Ministero del Tesoro 5.7.1996 n. 420.

<sup>39</sup> Recente è l'emissione obbligazionaria in dollari della Regione Campania avvenuta nel 2006 per 1.000 milioni.

<sup>40</sup> L'art. 41 della legge 28 dicembre 2001 n. 488 poi attuato con il regolamento 389 di fine dicembre 2003, ha modificato le disposizioni restrittive recate dalla legge 724 del 1994 per consentire agli enti territoriali più facile accesso al mercato dei capitali. Fra le disposizioni recate vi è la possibilità di emettere titoli obbligazionari con rimborso in unica soluzione alla scadenza (struttura *bullet*) correlata alla costituzione di un fondo di ammortamento (*sinking fund*) o di uno *swap* di ammortamento (*amortizing swap*).

[per alcuni enti locali] anche al 3,9%-4,5%, se non addirittura del 5,9% e 9,8%<sup>41</sup>. Di rilievo, nei contratti *interest rate swap*, anche la frequenza di clausole *cap* “vendute” all’intermediario e l’elevato valore dello *spread* superiore alla differenza fra il costo originario del debito e tasso *swap* di durata pari alla sua vita residua.

L’esame dei contratti acquisiti e delle contestuali deliberazioni autorizzative ha consentito di riscontrare come nella maggioranza dei casi la finalità perseguita sia stata la riduzione del costo del debito sottostante mentre assai meno frequenti risultano le operazioni in derivati rivolte alla copertura del rischio di tasso. Si tratta di ipotesi molto diverse, poiché è implicita nel primo caso una “scommessa” sull’evoluzione dei tassi, mentre nel secondo caso l’eventuale perdita è il prezzo del margine di sicurezza acquisito.

A partire dalla seconda metà del 2004, in virtù dell’intervento regolatore del Ministero dell’economia, i contratti si sono in realtà allineati alla tipologia dell’IRS a doppia barriera [*collar*]<sup>42</sup> con “acquisto” di *cap* e vendita *floor*; peraltro, anche in questi casi, non sempre le soglie hanno offerto sicura protezione all’ente. Seppure le operazioni corrispondenti alla tipologia *collar* abbiano rappresentato una risposta plausibile, tuttavia molto è rimasto affidato alla definizione delle relative soglie, nonché al valore assegnato allo *spread*. Del resto, la regolamentazione della materia, se certamente ha contribuito a limitare i rischi connessi all’utilizzazione di tali strumenti finanziari, è intervenuta a due anni di distanza dalla disciplina liberalizzatrice recata dall’art. 41 della legge 28 dicembre 2001 n. 448, mentre come si è detto operazioni in derivati ricorrono sin dall’anno 2000, prima ancora della espressa previsione recata in finanziaria 2002<sup>43</sup>. Negli anni in questione, alle operazioni finanziarie degli enti territoriali, è mancata una linea di vincolo prudenziale a garanzia della sostenibilità del debito e di rispetto degli equilibri di bilancio. Il che si è riflesso specie sulle operazioni dei Comuni piccoli e medi, i cui bilanci a fronte di operazioni strutturate su immediati vantaggi di liquidità hanno poi scontato nel giro di pochi anni l’evoluzione negativa dell’operazione con l’esigenza di successive rimodulazioni.

Significativi a riguardo i dati di fine 2004 e del 2005 riferiti agli enti di minori dimensioni: dei 60 nuovi contratti, quasi due terzi costituiscono rinegoziazioni di operazioni precedenti, la cui estinzione anticipata ha comportato la necessaria liquidazione a favore

---

<sup>41</sup> Tali clausole spiegano la diffusione di contratti *swap non par* il cui valore di mercato, negativo sin dal momento della stipula, trova corrispondenza nel versamento di una somma di danaro *up-front* che vale a riequilibrare finanziariamente la transazione.

<sup>42</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.

<sup>43</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.

dell'intermediario di *mark to market* negativo spesso tradottosi nella corresponsione di un *up-front* per farvi fronte, scontato poi nel costo della nuova operazione.

Seppure le rinegoziazioni 2004 e 2005 siano valse a dare applicazione al regolamento 389/03, con privilegio generalmente accordato alla opzione collar, tuttavia la tendenza al progressivo smontaggio dei contratti per scaricare il valore negativo sulle nuove operazioni, oltre ad aumentarne l'opacità, ha innescato una spirale perversa alla volta di condizioni sempre più rischiose e squilibrate.

Alla base di tale fenomeno restano pur sempre le iniziali condizioni di partenza rappresentate dai contratti sottostanti e altresì influenzate a partire dal 2002 anche dall'evoluzione dei tassi, la cui discesa ha sollecitato la rincorsa ai derivati per alleviare il valore decisamente negativo di vecchi mutui a tasso fisso non più in linea con l'andamento dei mercati finanziari. Non a caso, il cambiamento di rotta assunto a partire da fine 2005 dalla politica restrittiva della Banca Centrale ha determinato un fenomeno inverso, alla volta cioè di rinegoziazioni di operazioni precedenti per la copertura del tasso variabile. In tutti questi casi la partenza negativa legata alla precedente operazione ha influito sulle nuove strutture contrattuali tant'è che se vantaggi sono riscontrabili è solo per i primissimi anni mentre successivamente le condizioni evolvono con forte probabilità di perdita per l'ente.

Evenienze assai diverse si riscontrano nell'operatività regionale. Innanzitutto gran parte dei contratti si legano alla politica degli investimenti nel cui ambito va inquadrato il fenomeno delle emissioni obbligazionarie anche di rilevante importo, laddove poi rimborso alla scadenza e tasso variabile sono sembrate condizioni per un più facile collocamento; swap di ammortamento e swap di tasso di interesse ne sono la conseguenza: obbligatoria nel primo caso, a copertura del rischio nel secondo caso.

In secondo luogo, seppure non manchino ipotesi contrattuali intese ad alleviare l'insufficiente liquidità di cassa o il peso eccessivo di uno stock di debito divenuto troppo costoso, tali operazioni si mantengono in genere nel quadro di una ristrutturazione che coinvolge la complessiva esposizione debitoria tramite una rimodulazione funzionale ad allentarne l'onere, coniugata all'allungamento delle scadenze dei mutui sottostanti.

Infine va osservato come le operazioni avviate a livello regionale prevedano spesso l'assistenza tecnica di esperti legali e finanziari valevole a compensare l'asimmetria fra le controparti in termini di conoscenza dei mercati<sup>44</sup>.

---

<sup>44</sup> Il "collocamento" di strumenti derivati OTC (non negoziati su mercati regolamentati) avviene generalmente per mezzo della prestazione, da parte dell'intermediario del servizio di *negoziazione per conto proprio*, cioè è la banca stessa che assume posizioni in contropartita diretta con il cliente. Come osservato dalla Consob, in tali casi sempre riscontrati nel caso di derivati OTC si parla di "collocamento" in senso atecnico.

Nel quadro delineato si ritagliano alcune considerazioni meritevoli di attenzione.

La corretta valutazione degli strumenti derivati, specie se strutturati tramite clausole aggiuntive e scalettati su scadenze brevi (annuali), richiede sofisticate competenze presenti solo fra operatori specializzati, certamente non ricorrenti nel personale degli enti di minori dimensioni.

Elementi di opacità sono soprattutto ricorrenti nel caso di emissioni obbligazionarie e derivano specialmente dalla combinazione di *swap* di ammortamento [*swap amortizing*] o *sinking fund* e *swap* a copertura del rischio di interesse. Non è infrequente che l'intermediario offra un "prezzo unico" per la complessiva transazione, concedendo condizioni in apparenza più favorevoli, rispetto a quelle di mercato, per lo *swap* di tasso di interesse mentre l'ente rinuncia a ricevere una adeguata remunerazione sulle rate di capitale corrisposte. Sono casi in cui la valutazione di convenienza dell'operazione diviene assai complessa e, specie qualora si faccia ricorso a fondi di ammortamento [*sinking fund*], il rischio legato alla solidità dei titoli investiti va prudentemente ponderato e disciplinato. A fronte della regola che pone a carico dell'ente il rischio di *default* degli emittenti i titoli, il limite soggettivo previsto dal DM 389 non è di per sé solo sufficiente ad una piena tutela, occorrendo altresì che l'intermediario sia impegnato per contratto ad effettuare scelte prudentemente calibrate e non rischiose<sup>45</sup>. Più complessa diviene l'operazione di *swap amortizing* allorché i titoli sono gestiti dall'intermediario tramite la costituzione di un *collateral account* accompagnato da un contratto di *credit default swap* che scorpora il rischio dai titoli caricandolo sull'ente, riducendo perciò la copertura del rimborso alla scadenza, mentre i rendimenti dei titoli e le scelte di gestione sono dell'intermediario.

Altro aspetto incidente sulla valutazione delle clausole contrattuali dipende dal fattore tempo; contratti negoziati nel 2002 con struttura di *plain vanilla*, se valutati a fine 2007, hanno in genere assunto un valore positivo per la controparte che riceve tasso fisso e negativo per chi riceve il variabile. Da questo punto di vista sono stati penalizzati gli enti che negli anni 2002-2003, a fronte dell'andamento in discesa dei tassi hanno scelto con eccessiva disinvoltura di sovrapporre ai mutui a tasso fisso *swap* da cui ottenere il variabile.

---

<sup>45</sup> Il rischio di credito dei fondi di ammortamento è disciplinato dal regolamento 389/03 che individua gli enti e le amministrazioni pubbliche, nonché le società a partecipazione pubblica (di Stati appartenenti all'UE) nei cui titoli obbligazionari potranno essere investiti le somme accantonate. La successiva circolare ministeriale 128/2004 raccomanda che la selezione degli emittenti dei titoli sia conforme allo spirito di riduzione del rischio creditizio dal momento che "il rischio sul portafoglio dei titoli conferiti al fondo di ammortamento rimane comunque a totale carico dell'ente".

### 4.3 Il perseguimento di finalità improprie

Si è recentemente molto insistito sulla ricorrenza di finalità speculative e sui rischi legati ai contratti derivati. Va tuttavia riconosciuto che la minuziosa tipizzazione, cui sono stati sottoposti con il regolamento 389/2003 e con la circolare MEF 27.5.2004, ha contribuito a definire in modo tassativo il connotato funzionale di tali operazioni, del resto ulteriormente precisato con la finanziaria 2007. Il ricorso a tali strumenti, non solo avrebbe dovuto trovare corrispondenza nelle tipologie normativamente enumerate, ma avrebbe dovuto mantenersi nell'ambito di finalità teleologicamente corrette, nel senso cioè che tali operazioni *“devono essere improntate alla riduzione del costo del debito o alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato”*. Proprio perciò sono state permesse *“solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute”* e d'altro canto, proprio ad evitare che fossero indirizzate a finalità speculative, è stato previsto l'obbligo di indicizzazione *“ai soli parametri monetari [vale a dire tassi di interesse a breve termine ndr] di riferimento nell'area dei Paesi appartenente al Gruppo dei sette più industrializzati”*.

La rigorosa regolamentazione, cui sono stati sottoposti, avrebbe dovuto mettere fuori gioco operazioni come le opzioni con effetto leva o le cosiddette digitali o il calcolo degli interessi mediante algoritmi [*memory swap*]. La circolare MEF del 2004 aveva inteso circoscrivere l'alea contrattuale associata a questi prodotti, tant'è che, la pattuizione di soglie o barriere [acquisto di cap o vendita di floor] avrebbe dovuto risultare *“coerente sia con i tassi vigenti sul mercato, sia con il costo della passività sottostante”*.

A fronte di una operatività in derivati, circoscritta alla copertura dei rischi connessi alla evoluzione dei tassi o alla rimodulazione della composizione del debito presente nel portafoglio degli enti, la presenza di finalità speculative con elevati rischi gestionali resta in realtà imputabile, non tanto alla pericolosità degli strumenti, ma ad una utilizzazione in contrasto con la disciplina vigente.

Le analisi condotte da questa Corte, con l'esame di oltre 300 contratti di swap, hanno permesso infatti di riscontrare come non infrequente, nell'operatività in derivati degli enti locali, sia stato lo scopo di creare disponibilità di cassa aggiuntive e non invece la copertura dal rischio di tasso. E' il caso delle anticipazioni di liquidità (*up-front*), incassate dall'ente locale in misura superiore a quanto consentito e per giunta destinate a spese correnti, la cui concessione comporta tassi contrattuali o *spread* che attualizzano il premio corrisposto in via anticipata. Anziché a copertura dei rischi, tali clausole, specie allorché siano poste in essere fuori dei casi di ristrutturazione del debito [art. 3, lett. f, DM 389/03], trasformano il derivato in una anomala

forma di finanziamento che, seppure contenuto nel limite percentuale dell'1%, postula fra l'altro il rispetto dei medesimi vincoli stabiliti per il ricorso a indebitamento.

Improprie finalità, connesse a vantaggi di cassa, ricorrono poi nelle operazioni che rivedono il piano originario di ammortamento del prestito e rinviando ad anni successivi parte del rimborso della quota capitale, anche qui scontando i guadagni immediati con una maggiorazione di oneri futuri. Percorrono analogo disegno i derivati che recano pattuizioni di differenziali positivi per l'ente con riferimento ai primi periodi contrattuali, con l'inevitabile effetto di scontare tale profitto a carico degli anni successivi, con conseguente irrigidimento dei bilanci delle future gestioni.

Le ipotesi descritte si associano frequentemente ad operazioni di rinegoziazione cui sono costretti gli enti allorché, terminata la fase contrattuale positiva, il differenziale negativo risulti eccessivamente gravoso per il bilancio. È stato possibile riscontrare come la chiusura dei derivati implichi in questi casi la formazione di un *mark to market* negativo per l'ente, che generalmente è pari alla differenza attualizzata fra gli interessi futuri da ricevere e quelli da pagare calcolati con riferimento alle varie scadenze<sup>46</sup>.

Improprie finalizzazioni impresse ai derivati, se certamente censurabili perché non coerenti con i principi propri di una sana gestione, sono ancora più preoccupanti in quanto segnale di sofferenze gestionali che rischiano di aggravarsi allorché il movimento avverso dei tassi induca ulteriori spaccettamenti dei contratti con reiterate perdite di volta in volta spalmate con effetto a cascata sulle gestioni future ed esposizioni finanziarie progressivamente crescenti.

Per concludere sul punto, l'osservazione sui contratti acquisiti evidenzia come tali situazioni ricorrano con maggiore frequenza con riguardo agli enti locali di minore dimensione, in relazione perciò a strutture di bilancio che maggiormente soffrono di criticità di cassa, specialmente legate alle recenti politiche di riduzione dei finanziamenti nonché, come si dirà, a causa della minore professionalità operativa e gestionale richiesta a fronte delle operazioni sin qui descritte.

Peraltro, forti perplessità sono altresì legate alla particolare complessità di alcune operazioni che, pur obbligatorie nel caso di emissioni *bullet*, sono poco suscettibili di vincoli e garanzie codificate, con conseguente eccessiva esposizione dell'ente.

---

<sup>46</sup> La valutazione delle operazioni swap al momento di chiusura (valore di mercato) presenta difficoltà a causa dell'incertezza che caratterizza il profilo temporale dei flussi di cassa. In linea generale il valore di una attività finanziaria è pari al valore attuale dei flussi di cassa attesi, scontati ad un opportuno tasso di interesse o meglio in base ad una determinata struttura di tassi (rappresentata dalla curva a termine dei tassi *swap*).

In estrema sintesi, quando i tassi di interesse di mercato risultano inferiori al tasso fisso concordato nell'IRS, il valore di mercato dello swap sarà negativo per il contraente che paga il tasso fisso (poiché sta pagando interessi più alti di quelli di mercato) e positivo per la parte che paga tasso variabile (e quindi riceve un tasso fisso più elevato di quello di mercato). Nello scenario opposto, il valore corrente dello swap sarà positivo per chi corrisponde tasso fisso e negativo per la controparte.

#### 4.4 Il ricorso agli strumenti derivati nell'anno 2007

L'anno 2007 mostra una minore operatività in derivati sia da parte regionale che degli enti locali.

Tre sole **Regioni** hanno stipulato contratti di *interest rate swap* [IRS]<sup>47</sup> [9 contratti a fronte di 23 nel 2006] per un totale nozionale pari a 942 milioni [contro 5.398 milioni del 2006], consistenti tutti in rinegoziazioni di precedenti operazioni. Perciò, l'ammontare complessivo di capitale "swappato", al netto di *amortizing swap* o fondo di ammortamento e di tasso di cambio, si mantiene a fine 2007 sostanzialmente nella dimensione del 2006 anzi con una leggera flessione [circa 9.300 milioni a fronte dei 10.421 milioni del 2006 -V. TAB. 7/INDEB].<sup>48</sup>

Con riferimento allo stock di debito delle Regioni, l'ammontare dei derivati IRS a fine 2007 rappresenta il 36,1% con una percentuale minore se riferita a mutui (14,5%), piuttosto che ad obbligazioni (65,1%). Quanto alle strategie perseguite, determinante a riguardo è stata anche l'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, allorché al primo rialzo dei tassi ne sono seguiti sette, sino a quello di giugno 2007 che ha portato il tasso al 4% e da ultimo, lo scorso mese di luglio con ulteriore rialzo di 0,25 di punto<sup>49</sup>. Le mutate condizioni del mercato finanziario legate in certa misura alla crescita del tasso di inflazione in Europa, ma soprattutto alla crisi di fiducia che ha investito il settore creditizio hanno influito sui tassi interbancari [Euribor e Libor] in accentuato aumento specie nel recente periodo allorché la forbice rispetto ai tassi BCE si è progressivamente allargata [5% Euribor tre mesi (365) contro il 4% BCE a giugno 2008].<sup>50</sup> Questo mutato scenario ha suggerito agli enti la modifica di operazioni

---

<sup>47</sup> 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.

<sup>48</sup> Per il dato 2006 vedasi nota 30.

<sup>49</sup> 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 - giugno 2007 al 4% (dati Banca d'Italia - Bollettino economico maggio 2008) Il tasso di interesse del 4,25 consegue all'aumento dello 0,25 di punto fissato dal consiglio direttivo BCE il 3 giugno 2008.

<sup>50</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 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



scadenza è spostata dal 2031 all'anno 2035 mentre sono stata riviste le condizioni contrattuali già definite con i contratti stipulati nel 2006 (sui quali si è riferito nella Relazione approvata lo scorso anno). I primi due contratti con BNL Paribas e UBS, entrambi per 44,69 milioni, a fronte del tasso fisso assunto dalle banche, pari al 4,56%, prevedono un collar bilanciato fra il 7,95% del *cap* e il 5,20% del *floor*, entro il quale la Regione paga Euribor + spread dello 0,95% mentre allo *strike floor* paga un fisso 4,20%-4,48%. Sostanzialmente analoghi gli *swap* di 63,41 milioni, sempre con BNL-Paribas e UBS, i quali prevedono uno stesso tasso fisso del 4,56% a carico delle banche ma con *collar* diversamente calibrati, ove il *cap* è fissato al 7,8% lo spread è di 0,80% mentre analogo il *floor* al 5,20% il cui *strike* determina il tasso fisso 4,20-4,48%. Da osservare come le descritte operazioni costituiscano la terza rimodulazione a partire dal marzo 2003.

Ulteriore rimodulazione contrattuale di precedenti *swap* è sempre la Calabria a predisporla nel 2007 con BNL e Dresdner Kleinwort, in questo caso per alleviare il consistente differenziale negativo conseguente all'evoluzione dei mercati finanziari con l'innalzamento dei tassi. Rispetto alle condizioni precedenti, di trasformazione di tasso fisso pari al 5% in variabile + *spread* 0,68% e struttura *collar* con *cap* a 4,65% e *floor* a 3,25%, l'attuale lascia sempre a carico delle banche il medesimo tasso fisso mentre la Regione, dopo un iniziale tasso fisso del 4,3%, dovrà pagare da fine giugno 2008 euribor + *spread* del 3,60%.

Una pluralità di obiettivi si riscontrano nelle operazioni poste in essere dall'**Umbria** (delib. G.R.12.6.2007 n.5389) che, in occasione di un'emissione *bullet* pari a 213,22 milioni nel quadro del programma MTN [*medium note term*], ha ravvisato l'utilità di destinarne una quota pari a 113,72 milioni anche all'estinzione di una serie di mutui intrattenuti con Dexia Crediop, con allungamento delle scadenze, posticipate in congruenza con l'emissione obbligazionaria trentennale e conseguente riduzione della quota di ammortamento in essere. Le due operazioni, di allungamento della scadenza, la prima, pari a mutui estinti e rifinanziati per 113,72 milioni e, la seconda, di finanziamento investimenti per 99,50 milioni, sono entrambe confluite nella medesima operazione, complessivamente pari, come detto, a 213,22 milioni, cui è stato associato un *sinking fund* per la trasformazione dell'ammortamento da *bullet* in lineare e uno *swap* di tasso a valere sul prestito obbligazionario. In base al quale, a fronte dei versamenti periodici di quote capitale, la Regione riceve alla scadenza il nozionale del prestito, pagando un tasso fisso del 3,851% e ricevendo il tasso di emissione del 5,08%. Alle due Banche contraenti spetta il rendimento ritraibile dalle quote di capitale periodicamente versate e reinvestite in titoli, sui quali il rischio è peraltro a carico della Regione. Il costo per la chiusura anticipata delle operazioni di *swap*, in corrispondenza dell'estinzione dei sottostanti mutui, è ammontato a

2,47 milioni in relazione allo swap con BNL e ad 11,90 milioni per la chiusura con Nomura. Questo è stato riassorbito e scontato nella nuova operazione di *sinking fund* da contrarre con la Banca medesima; quanto a BNL, al costo di chiusura si è fatto fronte con incasso di liquidità sulla nuova operazione (pari al m.t.m. negativo) poi riversata a BNL.

Particolare la finalità perseguita dalla **Regione Lazio** con la rinegoziazione di due precedenti operazioni collegate alla emissione di 1.050 milioni (con swap di 550 mln e swap 500 mln) e ad altra operazione collegata all'emissione di 250 milioni. Tre quindi i nuovi contratti del 2007 stipulati con Citigroup GML, ove la strategia, di intesa con il Ministero dell'economia nell'ambito delle speciali esigenze legate al Piano sanitario di rientro, è stata funzionale alla creazione di liquidità da utilizzare nei primi anni del Piano per la copertura del consistente disavanzo [V. Parte III, paragrafo 3.2]. La chiusura di due delle operazioni precedenti afferenti *swap* di 550 milioni e di 250 milioni ha permesso alla Regione di incassare il *market to market* positivo per circa 50 milioni con ulteriori risparmi legati ad una ristrutturazione che ha modificato il profilo di ammortamento riducendolo nei primi anni. Nell'ambito delle nuove strutture contrattuali, al pagamento della cedola da parte di Citigroup, pari rispettivamente ai tassi fissi del 5,695% e del 6,355%, ha fatto riscontro la previsione per la Regione di un fisso da corrispondere secondo una formula indicizzata, pari al prodotto fra tasso di inflazione e tasso reale. In entrambi i casi il nuovo *bullet* prevede uno *swap* di ammortamento ove si tiene conto del capitale già versato con le precedenti operazioni, rispettivamente per 117 milioni e 116 milioni. Quanto al terzo contratto, una operazione *mirror* ha conservato il *collar* precedente, evitando il *market to market* negativo di chiusura (*cap* al 4,25% e *floor* al 3%), mentre lo *swap amortizing* ha previsto cedola fissa al 5,65% per la Banca e medesima formula indicizzata per la Regione.

Altre operazioni su cui riferire riguardano due prestiti obbligazionari emessi dalla Regione **Liguria** peraltro non nell'anno 2007 ma nel **2006**, nell'ambito del programma MTN per 200 milioni e 120 milioni, la cui documentazione è pervenuta troppo tardi per essere compresa fra le operazioni trattate nella precedente relazione di questa Corte, ma cui qui si dà conto per completezza. La prima operazione è intervenuta nel giugno 2006, la seconda nel successivo mese di dicembre. Trattandosi di emissioni *bullet* in entrambi i casi è stata contrattata la costituzione di un fondo di ammortamento (*sinking fund*) e di uno *swap* di tasso con Nomura International. Come disposto dal regolamento 389/2003, si è stabilito a che la Banca provveda a pagare alla scadenza, fissata per l'anno 2034, l'intero nozionale pari rispettivamente a 200 milioni e 120 milioni. La Banca assume inoltre l'onere del pagamento delle cedole al tasso annuo del 4,795% commisurato sul capitale nozionale, mentre a carico

della Regione, per il primo contratto, è previsto un tasso annuo del 4,90% sul capitale residuo, mentre nel secondo caso il tasso fisso annuo da corrispondere alla banca è del 3,18%, ma sull'intero capitale nozionale. Con contratto *credit default swap* la Regione ha assunto a proprio carico l'eventuale insolvenza di qualcuno degli emittenti i titoli, da inserire nel *sinking fund* a scelta della Banca, seppure selezionati nell'ambito di un *range* predefinito con riferimento ad emittenti consentiti dal regolamento 389.

La descritta operatività delle Regioni, seppure in flessione rispetto al periodo 2002-2004, mantiene tuttavia valori consistenti e di rilevante complessità con riferimento ai singoli contratti, specie se costituenti un'unica operazione collegata ad emissioni obbligazionarie, come nei casi di Lazio, Umbria e Liguria.

Per quanto riguarda i **Comuni e le Province**, i contratti stipulati nel 2007 e trasmessi in copia a questa Corte hanno interessato solo sei enti fra quelli compresi nel campione (144 enti).

La **Provincia di Varese** ha estinto alcuni mutui a suo tempo contratti con la Cassa dd.pp., avvalendosi a tal fine di una emissione obbligazionaria a fermo con Unicredit Banca d'Impresa per l'importo di 31.103.000 di euro, destinato ad investimenti come il precedente mutuo, con cedola a tasso variabile + spread del 0,035%, cui accede swap di tasso di interesse del 4,58% a carico della Provincia a copertura del rischio di evoluzione del tasso euribor che resta invece a carico della Banca.

Quanto ai Comuni i contratti esaminati, tutti destinati a rinegoziare precedenti derivati, evidenziano caratteristiche qualitativamente diverse non tanto per il minore importo nozionale, che in rapporto allo stock del debito resta tuttavia rilevante, ma soprattutto per la tipologia delle operazioni in genere rivolte alla riduzione del costo del debito sia scommettendo sui tassi sia con l'allungamento delle scadenze dei sottostanti e conseguente rimodulazione dei derivati.

Il Comune di **Albenga** decide la ristrutturazione del debito in essere con la Cassa dd.pp. tramite una operazione con Deutsche Bank per il debito residuo di 49.560.485,77 con tasso fisso medio ponderato del 4,0% e scadenza dell'operazione al 2031. Il contratto IRS è a tipologia *collar*; lo scopo era di trarre vantaggio dai livelli di tasso variabile, con previsione di *cap* 4,95% e *floor* 3,80%, comprensivi di *spread* del 0,07%; ma già alla partenza il contratto non prospettava una evoluzione positiva per il Comune.

Quanto al Comune di **Quartu Sant'Elena**, a fronte di una precedente ristrutturazione, nuovamente rinegozia il pur recente contratto di *swap* del 2006, stipulandone uno nuovo con Deutsche Bank che prevede, a fronte del nozionale di 12,4 milioni, un tasso fisso inferiore a quello del debito originario sino al 2008 per poi passare a euribor + 1,34% entro il *cap* del 6,9% e *floor* del 4,45%.

Il Comune di **Cosenza**, ha deliberato, a fine 2005, di rinegoziare un prestito obbligazionario con nozionale originario pari a 28.981.000 ai fini di allungamento della scadenza dal 2026 al 2032 e trasformazione del precedente tasso fisso del 4,22% in tasso variabile tramite IRS con *collar*. Nel 2007 sono seguite le *Confirmations* con Dexia Crediop e Banca Intesa ciascuna con nozionale pari a 13.828.863,77 (totale 27.657.727,54) e scadenza al giugno 2032, in base alle quali viene previsto che entrambe le banche corrispondano il tasso fisso del 4,22% a fronte di un *collar* che offre a Cosenza il vantaggio di pagare, per un anno e mezzo (dal 1.1.1007 al 20.6.2008), il tasso fisso del 3,60%, ma impegna l'ente al tasso variabile euribor per il periodo successivo, entro un *cap* del 5,65% e il *floor* del 3,75%. I contratti risultano attualmente già negativi per Cosenza.

Anche il Comune di **Busto Arsizio** decide nel 2007 di ristrutturare quasi tutto il proprio debito tramite strumenti di finanza derivata. La finalità, evidenziata nella delibera di Giunta di luglio 2007, è di realizzare una composizione ottimale del proprio portafoglio di indebitamento. A seguito di valutazione delle proposte pervenute da vari intermediari, la scelta è caduta su Deutsche Bank. Le operazioni prevedono: a) una rimodulazione del piano di rimborso di 55 milioni, tramite la redistribuzione delle quote spostate in avanti, pur senza modificare la scadenza finale del debito; b) un tasso di interesse per l'ente parametrato al tasso euribor + 0,35 entro un corridoio di oscillazione *cap* 5,95% e *floor* 4,97%; c) e la contestuale neutralizzazione di uno swap esistente, tramite un'operazione "*mirror swap*". La modifica del piano di rimborso ha consentito di liberare risorse destinate ad investimenti, altrimenti finanziabili con nuovi mutui.

Il Comune di **Orvieto**, a fine 2007, ha deliberato la rinegoziazione di alcuni derivati risalenti ad anni precedenti, alcuni dei quali con differenziali negativi e tutti, fra l'altro, non in linea con le tipologie definite dal regolamento 389/2003 dell'Economia. Si tratta di sette contratti *swap*, l'ultimo dei quali, pari a 260.000 euro, seppure con differenziale positivo, viene chiuso tramite *mirror swap* e la plusvalenza incassata dal Comune è stata utilizzata per la chiusura di tre *swap* con differenziali negativi. Ad altro *mirror swap* si è fatto ricorso per la chiusura di altri tre, dei sette derivati, con contestuale stipula di nuovo contratto IRS *collar* con RBS (*The Royal Bank of Scotland*) e sottostante corrispondente a quello delle strutture chiuse, pari a 32.585.720,20 euro, con scadenza a fine 2031; a termini del quale, contro il tasso variabile euribor pagato dalla banca, per tutto il periodo di riferimento, l'impegno a carico del Comune si articola in tre periodi nei quali la corresponsione di euribor è prevista entro un *collar* con soglie *cap* 4,90% e *floor* 4,30% (fino al 2008) e poi, sino al 2011, *cap* 5,90% e *floor* 4,30%, mentre dal 2011 sino a scadenza, *cap* 6,90% e *floor* 5,22%. Va osservato che il primo periodo espone già

un differenziale negativo; quanto ai periodi successivi (specie dal 2011) non probabile è un andamento dei tassi superiore alla soglia *floor* del 5,22%, né tale valore è in linea con le valutazioni ufficiali dell'IRS a quattro anni.

Una sintetica conclusione, all'evidenza anche sulla base dell'operatività in derivati dell'ultimo anno, è per l'ormai ricorrente fenomeno delle ricontrattazioni legate a due evenienze: l'andamento non favorevole dei differenziali o l'esigenza di abbassare il costo del debito previo allungamento delle scadenze dei sottostanti<sup>51</sup>. Nel primo caso, il *mark to market* negativo ha di solito innescato una spirale negativa con conseguente reiterato smontaggio dei contratti e spostamento in avanti di perdite progressivamente maggiori. Nel secondo caso, l'estinzione anticipata dei mutui, ai fini dell'allungamento delle scadenze, con rinegoziazione dei connessi derivati, se ha permesso di ridurre il costo annuale del debito con minore peso della rata di ammortamento, ha tuttavia rappresentato una strategia volta a far fronte all'insufficiente finanziamento dei fabbisogni avvertito sia a livello locale sia a livello regionale. In questo caso, a differenza del primo, a destare seria preoccupazione non è tanto l'utilizzo dei derivati, ma piuttosto l'esigenza che vi è sottesa; quella cioè di una strategia che si dispone in sostanziale alternativa ad improbabili e reiteratamente delusi obiettivi di contenimento della spesa, con l'effetto di un aggravamento delle gestioni future.

---

<sup>51</sup> L'art. 41 della legge 448/2001 (finanziaria 2002) ha consentito l'estinzione di mutui contratti successivamente al 31.12.1996 anche tramite emissioni di obbligazioni *sempréché* sia con ciò consentita la riduzione del valore delle passività totali a carico dell'ente territoriale, al netto dell'eventuale retrocessione del gettito dell'imposta sostitutiva di cui all'art. 2 del d.lgs. 239/96 e successive modificazioni.

#### **4.5 Il monitoraggio del Ministero dell'economia e delle finanze sulle operazioni in derivati**

L'articolo unico, comma 736, della finanziaria 2007 dispone che Regioni ed enti locali trasmettano al Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento del tesoro - le operazioni in derivati prima della sottoscrizione, a pena di inefficacia dei relativi contratti.

È anche previsto che delle operazioni riscontrate in violazione della vigente normativa sia data puntuale comunicazione alla Corte dei conti per l'adozione dei provvedimenti di competenza. Il che è avvenuto a partire dal maggio 2007 con successive comunicazioni al Presidente di questa Corte che ha provveduto a interessarne le competenti Sezioni regionali di controllo.

I casi segnalati, hanno riguardato i seguenti Comuni per inottemperanze riconducibili a tre tipologie.

In primo luogo, *interest rate swap* con vendita di opzioni digitali, destinate cioè ad attivarsi alla scadenza prefissata in corrispondenza del superamento di valori soglia (*cap o floor*) da parte del parametro di indicizzazione e prevedendo in questo caso un costo fisso aggiuntivo per l'ente. I Comuni nei cui confronti è stata riscontrata questa tipologia sono: Borgo Priolo (PV), Marsala (TP), Pieve Emanuele (MI), Itri (LT), Pozzuoli (NA), Orta di Atella (CE), Scalea (CS), Valledoria (SS).

Non in linea con le disposizioni regolamentari sono risultati anche i contratti di *interest rate swap* che utilizzano algoritmi per determinare la componente interessi periodicamente pagata dall'ente in base al tasso passivo corrisposto nel periodo precedente (*memory swap*): Feltre (BL), Novara (NO), Varese (VA)

Infine, malgrado il divieto della normativa, hanno inteso far ricorso a *interest rate swap* con "vendita" di *cap*: Benevento, Ponte dell'Olio (PC) – anche con *up-front* superiore all'1% del nozionale, Soragna (PR)

Due segnalazioni hanno poi interessato i Comuni di Mileto e Corigliano Calabro (CS) per un errore formale riscontrato nel primo caso e per la mancata preventiva comunicazione dell'operazione nel secondo caso.

A seguito delle su indicate segnalazioni, sono intervenute apposite pronunce da parte delle competenti Sezioni regionali di controllo aventi ad oggetto l'esame dei contratti in derivati stipulati dai seguenti comuni: Borgo Priolo (Lombardia), Orta di Atella, Pozzuoli, Benevento (Campania), Scalea, Mileto (Calabria), Valledoria (Sardegna), Marsala (Sicilia). Per quanto riguarda il Comune di Feltre, il contratto con tipologia *memory swap* è stato chiuso ad iniziativa