

DOCUMENTO CONCLUSIVO
DELL'INDAGINE CONOSCITIVA SULL'UTILIZZO E LA DIFFUSIONE DEGLI STRUMENTI DI
FINANZA DERIVATA E DELLE CARTOLARIZZAZIONI NELLE PUBBLICHE
AMMINISTRAZIONI
APPROVATO DALLA COMMISSIONE
(Doc. XVII, n. 5)

La gestione dell'indebitamento e il ricorso a strumenti di finanza derivata

Le principali questioni rilevate

1. Rispetto ai dati quantitativi sulla finanza derivata degli enti locali, illustrati dalla Corte dei Conti e altri, la Commissione ritiene che la conclusione di operazioni di particolare complessità da parte di enti territoriali, non solodi ridotte dimensioni anche organizzative, suscitò forti perplessità, essendo emerse particolari criticità in relazione ai contratti da essi conclusi. Con particolare riferimento alle audizioni svolte dalla Corte dei conti e dalla Guardia di finanza, sono infatti emersi elementi dai quali si evidenziano operazioni poco trasparenti e condizioni di non adeguato equilibrio tra gli interessi delle pubbliche amministrazioni e quelle delle banche proponenti i contratti. Pertanto la Commissione ritiene essenziale, per il futuro, da parte di tutti i soggetti coinvolti, il rispetto delle linee guida indicate nel presente documento e con l'auspicio che esse vengano tradotte in specifiche disposizioni.

2. La Commissione rileva dunque la necessità di delineare *in primis* l'esatta dimensione quantitativa del fenomeno, a fronte di dati e cifre non sempre coincidenti e tenuto altresì conto delle molteplici angolazioni e prospettive dalle quali il volume complessivo dei derivati negoziati dagli enti territoriali può essere traguardato. La Commissione conferma la competenza di vigilanza e controllo su tale aspetto del Ministero dell'Economia e delle finanze in piena collaborazione con gli enti territoriali e locali. Tuttavia appare incontrovertibile dai dati esposti che il fenomeno non presenta profili di rischi sistemici per la finanza locale italiana, pur nella necessità di dover comunque procedere verso la piena trasparenza dei bilanci e alla risoluzione concordata di tali forme di contratti, anche alla luce dell'attuale fase di bassi tassi di interesse.

3. La Commissione ritiene utile approfondire l'ipotesi di consentire agli enti locali e territoriali di rinegoziare, con vincoli ed entro limiti espressamente stabiliti, i contratti derivati attualmente in essere e di prevedere, eventualmente, l'istituzione di un apposito organo pubblico di consulenza cui possano essere deferite, su base volontaria, eventuali questioni problematiche concernenti i derivati in essere.

4. Con riferimento alle singole operazioni, la Commissione esprime il convincimento che la struttura del *sinking fund* è all'evidenza difficilmente compatibile con le regole che presidono all'attività degli enti territoriali: tale affermazione risulta ancora più netta se si pone mente alla circostanza che, in diversi casi, gli intermediari finanziari hanno proposto agli enti territoriali di costituire il *sinking fund* con titoli obbligazionari a loro volta emessi da altri enti locali, costituendo di fatto un'interrelazione, di dimensioni teoricamente sistemiche, tra le condizioni finanziarie di diversi enti territoriali.

In ordine alle operazioni *bullet* la Commissione ritiene che la scelta di una regolamentazione "leggera" in questa materia solleva non poche perplessità poiché le modalità di costituzione e gestione del fondo sono estremamente rilevanti, anche in considerazione della lunga durata dei prestiti obbligazionari e del conseguente rischio che l'ente assume in caso di insolvenza dell'intermediario finanziario al quale è affidata la gestione del fondo. Infatti, qualora il fondo venga costituito presso un intermediario finanziario e quest'ultimo, per qualsivoglia ragione, non provveda alla scadenza a versare all'ente territoriale l'importo accumulato per poter procedere all'estinzione del prestito obbligazionario, l'ente territoriale non potrà che far fronte ai pagamenti nei confronti

degli obbligazionisti con risorse proprie, sempre che ne abbia la disponibilità considerato l'elevato importo dei prestiti obbligazionari. L'accumulo progressivo in un fondo della quota capitale può essere elemento utile nell'economia del rapporto contrattuale, ma considerata la natura degli enti pubblici e la circostanza che i capitali che essi gestiscono sono della collettività, sussistono forti dubbi in ordine all'utilizzo di questa modalità contrattuale. Va pertanto apprezzata la scelta compiuta, da ultimo, nell'ambito della manovra finanziaria per il 2009 di introdurre un divieto generalizzato per Regioni ed enti territoriali di emettere titoli obbligazionari o altre passività che prevedano il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza.

5. In relazione alla tematica della classificazione nel bilancio dell'ente dei flussi differenziali che maturano periodicamente in favore dell'una o dell'altra parte, la commissione, facendo proprie le osservazioni svolte sul punto dalla Corte dei Conti, ritiene che, anche a salvaguardia degli equilibri di bilancio, la particolarità di tali risorse impone un comportamento prudente che dovrebbe indurre gli enti a destinare i flussi positivi a spese di investimento ovvero ad accantonarli e vincolarli in relazione al futuro possibile, e in moltissimi casi certo, pagamento di flussi negativi all'intermediario finanziario. Ragion per cui la Commissione ritiene che la allocazione in bilancio che meglio risponde ai principi di sana gestione finanziaria sia quella dell'inserimento di una specifica, e innovativa posta da imputare al titolo IV. Tuttavia, la mancanza di una specifica previsione nell'ambito dell'odierna classificazione di bilancio e la presenza di indicazioni parzialmente contrastanti all'interno dell'ordinamento (codici di classificazione SIOPE) mette in luce che sia da ritenere ammissibile procedere ad una diversa classificazione che preveda l'inserimento dei flussi in questione nell'ambito del Titolo III, purché l'ente che proceda in questo modo adotti una rigorosa politica nell'utilizzo di questi peculiari proventi, facendoli confluire nell'avanzo di amministrazione vincolato al pagamento dei futuri flussi negativi ovvero destinandoli, a seguito di una rigorosa analisi finanziaria in ordine al futuro andamento positivo del contratto, al pagamento esclusivo degli interessi relativi al debito nozionale. Ove, al contrario, l'ente ritenga di dover affrontare degli esborsi, considerata la natura della minusvalenza, in uscita dovrà essere previsto un apposito stanziamento, da imputare al titolo I, spese correnti.

6. Altra questione estremamente delicata riguarda la dichiarazione che numerosi enti territoriali hanno reso in sede contrattuale, circa il possesso di una specifica competenza in materia finanziaria. Al riguardo, appare utile sottolineare che, normalmente, gli strumenti finanziari derivati vengono negoziati tra un intermediario finanziario ed un soggetto che può avere o meno la qualifica di operatore qualificato (o professionale). La disciplina normativa relativa ai servizi finanziari prevede un diverso grado di applicazione in relazione alla sussistenza o meno della qualifica di operatore professionale, con differenti livelli di informazione e cautele che debbono essere attuate dall'operatore finanziario che tratta con i soggetti non qualificati. In quest'ultimo caso, l'operatore finanziario è tenuto ad effettuare alcuni adempimenti informativi previsti dal TUF e dal regolamento intermediari. Se l'operatore è qualificato, l'intermediario finanziario non è tenuto all'osservanza di questi obblighi. Conseguentemente, la questione che si pone è quella di decidere quale valore assuma la dichiarazione resa dal funzionario dell'ente locale e territoriale preposto ai servizi finanziari che può impegnare l'ente in relazione al singolo contratto, ma non può attestare che l'ente abbia o meno la competenza richiesta dalla norma. Al di là del rischio che si assume colui che dichiara di possedere la specifica competenza in materia finanziaria, è evidente che sussistono dubbi in ordine alla validità di siffatta clausola, in assenza della prova dell'effettiva competenza di chi ha concluso il contratto e, più in generale, dell'ente stesso. Questa conclusione risulta avvalorata dal decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164, che ha recepito nell'ordinamento italiano la direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (c.d. MiFID), nel quale è stato espressamente previsto che il Ministero dell'economia individui con apposito regolamento i requisiti di competenza che debbono possedere gli enti territoriali al fine di essere considerati operatori qualificati. La Commissione osserva che tale regolamento non è stato tuttora adottato, e ne sollecita quindi la rapida adozione. Si suggerisce di considerare comunque gli enti locali clienti non professionali.

7. Peraltro, l'effettiva mancanza di una specifica competenza finanziaria da parte degli enti interessati ha rappresentato uno dei motivi del diffondersi, negli enti stessi, di prassi operative discutibili che hanno comportato alcune rilevanti criticità nelle procedure per l'utilizzo degli strumenti derivati e nel rispetto dei criteri prudenziali di sana gestione. Tra le questioni più rilevanti emerse nel corso delle audizioni si ricordano l'individuazione dell'*advisor* caratterizzata in molti – e rilevanti – casi da un generalizzato e sostanziale "aggiornamento" delle procedure di gara previste al riguardo dalla normativa vigente. Una situazione cui hanno contribuito anche gli *advisor* scelti che

in molti – e rilevanti – casi non hanno ricoperto quella posizione di terzietà tra l'ente e l'intermediario creditizio, come previsto dalla vigente normativa, essendo in molti casi, addirittura emanazione degli stessi intermediari. Si ritiene necessario evidenziare altresì la adeguata valutazione economica delle operazioni e dei relativi contratti proposti dagli intermediari, Si tratta cioè di verificare ex ante come comparare il valore attuale degli oneri futuri derivanti dalle operazioni in derivati rispetto al debito in essere. Nell'operatività instauratasi nei fatti va evidenziata altresì la impossibilità per gli enti di appellarsi alla legge italiana in quanto spesso i contratti, sottoscritti per circa il 60 per cento con intermediari finanziari stranieri, e redatti in lingua inglese, anche con la clausola del foro competente straniero, sono sottoposti a normative di ordinamenti esteri.

8. In considerazione delle particolari criticità relative ai contratti conclusi dagli enti territoriali, soprattutto di ridotte dimensioni anche organizzative, la Commissione propone di vietare la sottoscrizione di contratti, di qualsiasi natura e tipologia, in materia di derivati da parte dei Comuni con popolazione pari o inferiore a 100.000 abitanti con esclusione dei capoluoghi di provincia. Analogamente, tale divieto vale per le associazioni di comuni e le comunità montane.

Proposte

9. A giudizio della Commissione occorre che il legislatore prosegua nell'attuazione di un indirizzo politico di riordino della normativa di settore con un notevole rafforzamento delle regole di correttezza, di trasparenza e di tutela dell'affidamento degli amministratori pubblici. I principi cardine di tale azione, perseguita nei più recenti indirizzi di politica legislativa, possono essere ravvisati nelle seguenti misure:

- (a) divieto per gli enti territoriali e locali di emettere prestiti obbligazionari con rimborso unico alla scadenza (*bullet*), di modo che essi non possono più rinviare nel lungo termine il peso dei debiti che contraggono sul mercato;
- (b) sospensione della stipula di nuovi contratti relativi a strumenti finanziari derivati fino a quando il Ministero dell'economia e delle finanze fisserà con apposito regolamento le tipologie di operazioni ammesse, i criteri e le condizioni per la loro conclusione;
- (c) per il futuro, divieto, proposto dalla Commissione, di sottoscrivere contratti derivati che prevedano il versamento preventivo di premi *upfront*;
- (d) dovere per gli intermediari dei contratti derivati, di certificare ai sensi degli obblighi imposti dalla direttiva MiFID, di aver acquisito le informazioni e di aver valutato adeguatamente le loro conoscenze, esperienze e capacità di comprendere i rischi delle operazioni che intendono stipulare. In tal modo pertanto non risulta più sufficiente la mera dichiarazione rilasciata dal cliente in modo più o meno superficiale, per esonerare la banca da responsabilità per scarsa diligenza, correttezza e trasparenza.

10. La Commissione valuta con favore il fatto che nell'elaborazione dello schema di regolamento ministeriale sui derivati si sia proceduto, in primo luogo, all'individuazione dell'approccio da preferire al fine di assicurare agli enti la migliore comprensione circa l'effettiva convenienza dei contratti sottoposti alla loro valutazione. La scelta in favore di un approccio metodologico che consente la rappresentazione degli scenari di probabilità del valore a scadenza del portafoglio strutturato rispetto al valore a scadenza del portafoglio iniziale è stata effettuata anche in ragione delle proposte formulate in tal senso dalla Banca d'Italia e dalla Consob. Tuttavia, tali considerazioni non possono essere disgiunte dalla necessaria prescrizione per l'ente che intenda sottoscrivere strumenti di ristrutturazione del debito, di provvedere ad affiancare all'analisi degli aspetti finanziari dell'operazione una propedeutica valutazione sulla sostenibilità economica del contratto derivato, di qualsivoglia natura e tipologia, proposto dall'*advisor* e che tale valutazione ne costituisca un requisito costitutivo e non ultroneo, rispetto a quello finanziario.

11. Necessità che gli *advisor*, accanto ai necessari requisiti di professionalità, possiedano una configurazione giuridica ed operativa che garantisca l'effettiva terzietà/imparzialità, nella prospettiva dell'adozione dello specifico Albo dei consulenti finanziari indipendenti, tra l'ente territoriale e l'intermediario finanziario nella fornitura del servizio di assistenza/consulenza all'ente che intenda utilizzare gli strumenti derivati previsti per la gestione del proprio debito.

12. La Commissione, inoltre, apprezza il fatto che lo schema di regolamento comprende alcune istruzioni metodologiche, che sono mutate dall'approccio largamente utilizzato in altri contesti

dall'autorità di vigilanza dei mercati finanziari relativamente all'informazione obbligatoria da rendere al sottoscrittore meno esperto.

13. In sintesi, la Commissione esprime apprezzamento per i seguenti profili della normativa proposta, nell'ottica di rendere effettiva la garanzia di trasparenza degli strumenti negoziati, essa include infatti:

- (e) l'elenco delle operazioni ritenute ammissibili e l'indicazione di talune caratteristiche che le stesse, o la controparte con cui vengono concluse, devono possedere (articolo 2);
- (f) il contenuto dell'allegato informativo e della dichiarazione rilasciata dalla persona incaricata della sottoscrizione del contratto (articoli 3 e 4);
- (g) la specificazione delle conseguenze derivanti dal mancato rispetto delle norme di garanzia (articolo 5) e, infine,
- (h) l'indicazione degli adempimenti in termini di bilanci pubblici (articolo 6) e di comunicazioni preventive (articolo 7).

14. Nel dettaglio, la Commissione giudica positivamente la scelta di prevedere che le norme dettate dal regolamento costituiscano norme di applicazione necessaria (articolo 1, comma 2) e di delimitare espressamente la tipologia dei contratti relativi a strumenti finanziari derivati che possono essere conclusi dalle regioni, dalle province autonome di Trento e Bolzano, e dagli enti locali oltre alla necessità che siano indicate le componenti derivate, implicite o esplicite, che gli stessi enti hanno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento. Tra le indicazioni obbligatorie previste dal regolamento, la Commissione ritiene opportuno segnalare, per la loro rilevanza, quelle concernenti il portafoglio finanziario iniziale (ovvero la posizione finanziaria dell'ente formata dalla passività finanziaria sottostante e dalle eventuali operazioni già stipulate su tale passività, incluse eventuali componenti derivate laddove l'operazione in derivati conclusa dall'ente sia riferita ad un preesistente contratto di finanziamento) e il portafoglio finanziario strutturato, consistente nella posizione finanziaria assunta dall'ente successivamente alla conclusione dell'operazione in derivati, formata da quest'ultima e dal portafoglio finanziario iniziale.

15. A giudizio della Commissione appare condivisibile anche la limitazione, di cui all'articolo 2, delle operazioni in strumenti derivati consentite agli enti locali, con la riproposizione, in caso di operazioni di indebitamento effettuate in valute diverse dall'euro, di quanto previsto dal decreto ministeriale n. 389 del 2003 ovvero l'obbligo per l'ente locale contraente di prevedere la copertura del rischio di cambio mediante *swap di tasso di cambio*; a ciò si aggiungono ulteriori limiti alle tipologie di operazioni consentite: esse si limitano infatti allo *swap di tasso di interesse*, all'acquisto di un *forward rate agreement*, di un *cap* od di un *collar* di tasso di interesse (a condizione che il relativo valore equo alla data di acquisto risulti non negativo), con esclusione di operazioni che potrebbero prestarsi a un maggiore profilo di rischio o anche a intenti più marcatamente speculativi, come i *sinking funds* o gli *amortizing swaps*.

16. La Commissione ritiene meritevoli di approfondimento le disposizioni sul *rating* dell'intermediario, che il regolamento (all'articolo 2, comma 4) detta nell'evidente intento di circoscrivere l'operatività in derivati con gli enti locali ai soggetti ritenuti più affidabili dal mercato.

17. Si ribadisce poi che, qualora al momento del perfezionamento dell'operazione in derivati sia stato previsto il riconoscimento a favore dell'ente di un *upfront*, questo non può essere superiore all'1 per cento del capitale nozionale iniziale dell'operazione in derivati. Resta ferma la proposta di vietare la sottoscrizione di contratti in futuro che prevedano il versamento del premio *upfront*.

18. La Commissione sottolinea con favore le norme riguardanti l'informativa finalizzata alla trasparenza dei contratti (recate dall'articolo 3), secondo cui i contratti devono comprendere una versione allegata della traduzione in lingua italiana, che ne costituisce parte integrante, contenente - tra le altre - le seguenti informazioni:

- (i) l'indicazione esplicita del valore equo alla data di sottoscrizione;
- (j) la descrizione analitica degli elementi di base nei quali è scomponibile il portafoglio finanziario strutturato, indicando, per ciascun elemento, se lo stesso rientra nella

passività finanziaria sottostante ovvero nelle eventuali operazioni già stipulate su tale passività ovvero nell'operazione in derivati definita nel contratto;

(k) la rappresentazione, in forma sia numerica che grafica, dei risultati delle simulazioni numeriche che identificano il costo implicito dell'operazione in derivati. La Commissione ritiene necessario prevedere che la competenza sia del Foro italiano.

19. Ad avviso della Commissione riveste particolare valore anche la previsione (all'articolo 5) della nullità del contratto (che può essere fatta valere solo dall'ente) stipulato in violazione dei limiti alle operazioni consentite, di cui all'articolo 2, commi 1, 2, e 3, ovvero privo dell'allegato contenente le informazioni di cui all'articolo 3 o dell'attestazione di cui all'articolo 4, a tutela dell'interesse dell'ente coinvolto.

20. La Commissione reputa condivisibile la normativa che l'articolo 6 introduce per garantire la pubblicità e la conoscibilità delle operazioni in derivati concluse dai singoli enti locali, nel tentativo di superare il problema della limitatezza del patrimonio informativo tuttora disponibile, come segnalato da più parti in audizione. In particolare, agli enti locali viene imposta la redazione di una nota informativa, sottoscritta dal responsabile della gestione finanziaria, da allegare al bilancio di previsione e al rendiconto, che evidenzia per ciascuna operazione in derivati in essere le seguenti informazioni:

(l) la tipologia dell'operazione, come individuata dall'articolo 2;

(m) il capitale nozionale dell'operazione al momento della stipula e alla data di redazione del bilancio;

(n) la passività finanziaria sottostante al momento della stipula dell'operazione e alla data di redazione del bilancio;

(o) il valore previsto dei flussi di cassa dell'operazione in derivati nel periodo considerato dal bilancio.

21. La Commissione ritiene opportuno avviare una riflessione sulla possibilità di rafforzare i poteri di controllo del Ministero dell'economia e delle finanze, al quale, ai sensi dell'articolo 7, vanno trasmessi i contratti aventi per oggetto strumenti derivati: appare infatti alquanto limitativo prevedere che i competenti uffici ministeriali verifichino esclusivamente che nell'allegato al contratto siano presenti gli elementi informativi richiesti dall'articolo 3 e che la loro efficacia sia subordinata alla mera trasmissione effettuata ai sensi della medesima disposizione e non all'esito della verifica stessa, anche se si dispone che i contratti pervenuti al Ministero dell'economia e delle finanze siano trasmessi alla Banca d'Italia e alla Consob per le finalità proprie di ciascuna autorità di vigilanza.