Corso di Laurea Magistrale
in Amministrazione Finanza e
Controllo

Tesi di Laurea
Swap ed Enti Pubblici: Analisi e case studies.

Relatore:
Prof. Marco Corazza

Laureanda:
Minetto Letizia
Matricola 807301

Anno accademico
2012-2013
"Il futuro appartiene a chi crede nella bellezza dei propri sogni"
E. Roosevelt
Indice generale

1 Capitolo: Attualità

1.1 La situazione in Italia
1.2 Lo swap
1.3 La porta di ingresso dei titoli derivati nella P.A.
1.4 Uno sguardo all’Europa

2 Capitolo: Finanza Pubblica

2.1 Evoluzione normativa in Italia
2.2 Dal sistema accentrato al sistema federale
2.3 Maggiori poteri per gli Enti dal 2002
2.4 Il blocco dei titoli speculativi e le disposizioni MiFiD
2.5 Criticità nell'uso

3 Capitolo: I Prodotti Derivati

3.1 Uno sguardo d'insieme
3.2 Principali tipologie di swap
  3.2.1 Plain Vanilla swap: aspetti tecnici e profili operativi
  3.2.2 Calcolo dei flussi monetari
  3.2.3 Maggiori coperture: Prodotto Collar
  3.2.4 Forward rate agreement
3.3 L'equità del valore iniziale del derivato
  3.3.1 La corretta valutazione dell'Up-front
  3.3.2 Swap: il giusto strumento di gestione del debito?

4 Capitolo: Casi di studio

4.1 Verso gli Plain Vanilla Swap
  4.1.1 Caso pratico: da tasso fisso a tasso variabile
  4.1.2 Caso pratico: trasformazione di tasso da variabile a fisso
4.2 Comuni del Salento
  4.2.1.1 Analisi tecnica dello Swap
  4.2.1.2 Valutazione dell'operazione alla data di sottoscrizione
  4.2.2 Considerazioni sull'uso dell'IRS combinato al prodotto collar
  4.2.3 Le rimodulazioni dei contratti Swap
Indice delle illustrazioni

Illustrazione 1: Asse temporale Plain Vanilla Swap.................................................................33
Illustrazione 2: Opzione Collar................................................................................................37
Illustrazione 3: Quote di interessi netti..................................................................................43
Illustrazione 4: Da tasso fisso a tasso variabile.......................................................................45
Illustrazione 5: Da tasso variabile a fisso................................................................................46
Illustrazione 6: Comuni del Salento..........................................................................................48
Illustrazione 7: MtM iniziale Comuni del Salento....................................................................50
Illustrazione 8: Comuni del Salento: Flussi finanziari al 31.12.2011.......................................52
Illustrazione 9: Comuni del Salento: andamento dei tassi......................................................54
Illustrazione 10: Comune di Ferrara: differenziali dei diversi derivati.................................57
Illustrazione 11: Long Term Collar Swap..................................................................................62
1 Capitolo: Attualità

1.1 La situazione in Italia

Negli ultimi anni, il ricorso di strumenti derivati da parte degli Enti locali ha raggiunto livelli significativi. Secondo fonti ufficiali, infatti, gli Enti locali hanno una esposizione da strumenti derivati verso gli istituti di credito per circa 40 miliardi di euro, pari al 36% dello stock del debito totale del nostro Paese. Le operazioni sugli strumenti derivati sono state compiute da 18 Regioni, 58 province ovvero il 54% del totale, dalla metà dei 54 capoluoghi di provincia italiani e da circa 700 comuni pari all'8,60%. Tuttavia, l'incompletezza dei dati ufficiali fa ritenere che la diffusione possa essere molto maggiore, soprattutto tra i comuni di piccole e medie dimensioni. Infatti, sulla base di indagini campionare effettuate in alcune Regioni, si può ritenere che il fenomeno possa essere ben più esteso, arrivando a coinvolgere circa 3 mila comuni di piccole dimensioni\(^1\). Le perdite, derivanti dall'andamento dei tassi di interesse sono state stimate attorno a 6-8 miliardi di euro. Nella legge Finanziaria per il 2009 il Ministero dell'Economia, visto l'elevato rischio di default della Pubblica Amministrazione, è stato costretto ad emanare dei regolamenti restrittivi per porre fine alla vicenda dei derivati per gli Enti locali. La possibilità per gli Enti territoriali, di ricorrere alla sottoscrizione di strumenti di finanza creativa\(^2\) era stata introdotta con la legge Finanziaria per il 2002, al fine di poter favorire delle operazioni di ristrutturazione del debito, con l'intento di ridurre i costi. Da allora, il ricorso a strumenti derivati è aumentato a dismisura, si è arrivati così ad avere un grande numero di operazioni strutturate e spesso azzardate.

La criticità dell'esposizione debitoria degli Enti locali è stata messa in evidenza, ai

---

1 Fonte: Ministero dell’ Economia e delle Finanze, III trimestre 2011.
2 Così definita da Alfredo De Sio, Presidente del Collegio revisori dei conti e consigliere della regione Umbria.
fatti della cronaca, tramite programmi televisivi come Report\textsuperscript{3}, oppure attraverso le indagini della magistratura, con lo scandalo del comune di Milano\textsuperscript{4} o della regione Lombardia\textsuperscript{5} ed il fallimento di uno dei maggiori istituti di credito americani Lehman Brothers\textsuperscript{6}.

Gli Enti locali hanno iniziato a sottoscrivere contratti di investimento per risolvere principalmente dei problemi legati alla liquidità, in seguito ai tagli effettuati dal Governo alla spesa pubblica dalla fine degli anni ‘90. I contratti derivati, inizialmente, erano vantaggiosi per gli Enti nel breve periodo, infatti, prevedevano l’elargizione, al momento della stipula, di una consistente somma di denaro definita l’upfront\textsuperscript{7}, da parte degli istituti di credito. La somma iniziale, però era più che compensata da una serie di probabili esborsi futuri degli Enti, tali da metterli in ginocchio nel giro di un paio d’anni. Altri Enti hanno sottoscritto derivati con la consapevolezza di scommettere in modo azzardato e senza le dovute competenze, su scenari di rialzo o di ribasso dei tassi di interesse. Per esempio hanno scommesso sul ribasso dei tassi di interesse e poi si è verificato il contrario o viceversa. Il più delle volte, le clausole applicate dalla banca hanno trasformato i contratti in scommesse aleatorie difficilmente controllabili e poco prevedibili dalle amministrazioni.

La situazione si è aggravata nel giro di alcuni di anni, tra il 2002 e il 2006, durante

\textsuperscript{3} Puntata andata in onda il 16 ottobre 2008, \textit{Il banco vince sempre}.

\textsuperscript{4} L’amministrazione comunale di Milano ha citato in giudizio alcune banche internazionali come Deutsche Bank, Ubs, Jp Morgan e Depfa Bank, specializzata in finanziamenti alla Pubblica Amministrazione. L’accusa si è concentrata su un bond emesso dal comune di Milano nel 2005 per un importo pari a 1,68 miliardi di euro e poi successivamente rinegoziato con i diversi istituti, i quali avrebbero realizzato proventi per 100 milioni di euro ai danni dell’amministrazione. Fonte "\textit{Il peso dei derivati su regioni e comuni}" tratto da www.datodifatto.it/debito-derivati-regioni-comuni/

\textsuperscript{5} La regione Lombardia nel 2002 ha emesso un bond da un miliardo di dollari facendolo collocare a Ubs e Merill Lynch.

\textsuperscript{6} Fallimento avvenuto il 15 settembre 2008.

\textsuperscript{7} L’up front si tratta di un flusso di anticipato ricevuto per la transazione di swap, che viene definito premio di liquidità.
i quali sono stati conclusi la maggioranza di contratti creativi da parte degli Enti locali italiani. Con la legge Finanziaria per il 2009, il Governo ha previsto la possibilità di sottoscriverne per le regioni, province autonome ed Enti locali titoli derivati solo a determinate condizioni.

Gli Enti locali italiani, sono entrati, nel giro di pochi anni, in un vortice esponenziale ad elevato rischio. Infatti, la scelta, poco ponderata del ricorso di titoli finanziari è legata all'esigenza di porre in essere operazioni di ristrutturazione di mutui o altri prestiti, con l'obiettivo principale di allungare la scadenza temporale e di diminuirne le rate di ammortamento. I contratti di rinegoziazione potrebbero sembrare un'ottima occasione per gli Enti per sistemare i propri conti di bilancio, ma purtroppo non è sempre così. Infatti, questi contratti prevedono già in partenza delle condizioni sfavorevoli e implicano l'assunzione di rischi aggiuntivi legati ai tassi di interessi. In generale, alla sottoscrizione la banca anticipa all'ente, la somma necessaria per chiudere il vecchio contratto di prestito, importo che dovrà esser rimborsato dall'ente con dei pagamenti futuri a condizioni più onerose rispetto alle precedenti e di un normale contratto stipulato alla pari.

I derivati sono studiati appositamente per rendere il prodotto interessante per l'ente locale. I contratti fanno leva sul fatto che un amministratore pubblico sia interessato principalmente alle somme di denaro nell'immediato per poter attuare il proprio programma politico e che il loro operato si estingua con la fine del proprio mandato, trascurando così l'importanza dell'andamento dei tassi di interesse e di un monitoraggio continuo e puntuale delle operazioni sottoscritte. Non sempre, però, le amministrazioni pubbliche dispongono della professionalità adeguata per analizzare le operazioni finanziarie in modo più approfondito. Valutare la struttura dell'operazione, il calcolo del marking to market dello swap, l'analisi delle clausole contrattuali, gli eventuali costi impliciti e dei rischi associati, ridichiede delle competenze avanzate in campo finanziario. Questa considerazione induce a chiedersi se gli amministratori e i responsabili degli uffici delle pubbliche amministrazioni locali, che hanno fatto ricorso ad operazioni
rischiose, nell'accedere alle nuove forme di finanziamento volte alla riduzione del costo del debito o del rischio dei tassi di interesse, fossero consapevoli dei passi compiuti, non solo in chiave di risultati immediati, ma anche e soprattutto, di effetti a scoppio ritardato\(^8\). A fronte di queste considerazioni, gli Enti locali, al momento della stipula dei contratti, tendono ad affidarsi ai promotori finanziari interni all'istituto di credito, generando delle situazioni pericolose di conflitto di interesse, le quali sfociano in comportamenti opportunisti, sfruttando a loro vantaggio l'asimmetria informativa. Gli Enti locali hanno iniziato ad effettuare investimenti azzardati tralasciando di analizzare le opportune condizioni di sostenibilità e nel giro di un decennio è emerso un indebitamento caotico, difficilmente manovrabile e oneroso. Molti comuni, soffocati dalle scelte finanziarie affrettate e mal pensate del passato, stanno cercando di correre ai ripari, valutando possibili scenari di riformulazione e rimodulazione dei propri debiti per il futuro.

La gestione attiva del debito potrebbe rivelarsi finanziariamente conveniente e politicamente etica se effettuata all'interno di un piano di razionalizzazione della gestione di investimenti o di finanziamenti. Molto spesso, però, si è ricorso ai titoli derivati impropriamente finalizzati a far cassa a scapito delle gestioni future.

1.2 Lo swap

Il contratto derivato più utilizzato in questo contesto è lo swap. Esso consiste in uno scambio, nel quale due parti si assumono un reciproco impegno di permutare periodicamente dei flussi finanziari di cassa calcolati con modalità e parametri differenti: un tasso fisso contro un tasso variabile o viceversa. Le quantità scambiate possono essere denominate nella stessa valuta e rappresentare pagamenti di interessi come ad esempio gli interest rates swap, oppure essere in valute diverse, come i currency swap o rappresentare dei trasferimenti di capitali.

\(^8\) Citazione Derivati nelle PA locali: origine, dimensione e criticità, a cura di Loris Nadotti pag.13.
ovvero gli swap di debito. I derivati possono essere classificati a seconda della loro forma in semplici e strutturati. I primi sono molto utili per la copertura dei tassi di interesse e il loro rischio è generalmente basso, al contrario, invece, dei titoli derivati strutturati, che mirano a trasferire il rischio al cliente generando, così, una spirale difficilmente controllabile.

Le operazioni sono realizzate da intermediari finanziari, competenti in materie finanziarie e in grado di cogliere, a proprio vantaggio, le inefficienze informative a diverso livello di rischio dei singoli operatori, sfruttando le imperfezioni all'interno dei mercati: realizzando maggiori profitti e minori costi, grazie ad arbitraggi speculativi.

Per gli Enti locali, lo swap di interesse rappresenta uno strumento utile, in grado di abbattere l'onerosità del debito, evitando la ricontattazione dei singoli mutui e il pagamento degli indennizzi o di altre forme di penale. Lo swap consiste nello scambio di flussi finanziari dovuti a titolo di interesse su di un capitale di riferimento, detto nozionale, il cui ammontare corrisponde al reale indebitamento del sottostante. Il capitale nozionale non subisce nessuno spostamento fisico, infatti, è trasferito solamente il differenziale degli interessi dei due versamenti. Lo swap permette all'ente di rinegoziare i tassi interesse, trasformandoli da tasso fisso a variabile o viceversa.

Un altro tipo di swap consente di alleviare l'insufficiente liquidità di cassa o il peso eccessivo di uno stock di debito divenuto troppo costoso attraverso la ristrutturazione che coinvolge la complessiva esposizione debitoria tramite la rimodulazione funzionale ad allentare l'onere, spesso coniugata all'allungamento della scadenza dei mutui sottostanti.

Lo scandalo dei titoli derivati così come nella Pubblica Amministrazione è rimbalzato alla cronaca dall'agosto del 2007, allo scoppio della bolla speculativa del settore edilizio\(^9\). Le banche americane che, negli anni precendenti, avevano concesso dei mutui facili, senza richiedere le dovute garanzie ai propri clienti, dovevano trovare delle soluzioni per coprirsi dal rischio di insolvenza della

\(^9\) Tratto dal corso Economia dei Mercati valutari e finanziari, Prof. Trevisan Lucia, a.a. 2011-2012.
contro parte. Questi specifici titoli derivati, detti anche titoli spazzatura, hanno consentito di ripartire il rischio di credito tra molti investitori, tra i quale anche i nostri Enti locali. Gli Enti locali sottoscrittori dei contratti, si sono fatti guidare nella loro scelta, da dei consulenti, gli advisor finanziari, i quali gli illudevano proponendo loro dei investimenti interessanti con dei buoni tassi di interesse e dalle buone prospettive di ricavo. A prima lettura poteva sembrare una buona occasione da non perdere, ad esempio per i comuni, visti i maggiori rendimenti rispetto alle normali obbligazioni. Grazie, all'utilizzo di tali titoli le banche sono riuscite a generare maggiore liquidità e a trasferire, allo stesso tempo, il loro rischio di insolvenza presso i loro clienti. Le trattazioni concluse dalle pubbliche amministrazioni divergono dai loro effettivi bisogni reali e le squilibrio finanziario è compensato dai ricavi immediati ottenuti, in termini di liquidità, e dalla possibilità di rinviare le scadenze di rimborsi dei mutui in essere, in un momento successivo.

In tale processo, un ruolo importante è stato giocato dalle agenzie di rating, ovvero dalle società che assegnano un giudizio o una valutazione di solidità e di solvibilità di una società emittente di titoli finanziari sul mercato. Infatti, attraverso i loro giudizi sul grado di affidabilità degli istituto di credito, generalmente troppo alti rispetto alla realtà, le agenzie, sono riuscite a modificare il normale meccanismo di domanda offerta, tipico della creazione del prezzo del prodotto finanziario all'interno del mercato. Lo stesso Mario Draghi, governatore della BCE, in riferimento a tale problema, ha affermato che "bisognerebbe imparare a vivere senza le agenzie di rating o quanto meno imparare a fare meno affidamento sui loro giudizi".

1.3 La porta di ingresso dei titoli derivati nella P.A.

Nell'ultimo decennio il tema dell'indebitamento degli Enti locali ha ricevuto una

10 Tratto da Dossier Repubblica 18 gennaio 2012, a cura di Mauro Ricci.
crescente attenzione da parte del legislatore, che ha ritenuto necessario modificare in modo sostanziale il quadro normativo complessivo, a fronte del crescente ricorso al finanziamento tramite il debito. Alle tecniche tradizionali di indebitamento si è affiancata la possibilità di ottenere dei prestiti con il rimborso del capitale alla scadenza e di utilizzare alcuni strumenti di finanza creativa, rendendo la disciplina più vicina ai nuovi strumenti offerti dal mercato. La necessità da parte degli Enti locali di ricorrere alla stipula di derivati come funzione alla copertura del debito sorge all'inizio degli anni '90, in seguito alla crisi di liquidità, avvertita dagli Enti di piccola e media dimensione. Con la legge n. 74 del 23 dicembre del 1994\(^\text{11}\) è divenuto possibile, per gli locali, quali regioni, provincie e comuni accedere al mercato dei capitali attraverso l'emissione di prestiti obbligazionari con l'ammortamento rateizzato del capitale. Con questa norma è stato eliminato il monopolio, in tema di finanziamenti, da parte della Cassa Depositi e Prestiti, introdotto negli anni '70. Grazie ad essa, gli Enti locali possono, quindi, emettere prestiti obbligazionari indicizzati alle oscillazioni dei tassi e dei cambi del mercato. Il rimborso dei capitali avveniva in modo dilazionato nel tempo e non in una unica soluzione finale. Ma con la legge Finanziaria per il 2002 lo scenario si capovolge, infatti viene data la possibilità agli Enti pubblici di emettere delle obbligazioni con il rimborso sia degli interessi, che del capitale in una unica soluzione alla scadenza e di accedere al mercato dei capitali più facilmente e con minori costi.

Il Ministero dell'economia e delle finanze introduce un potere di coordinamento finanziario nei confronti degli Enti territoriali al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di monitorare gli andamenti di finanza pubblica. La legge Finanziaria per il 2002 ha imposto, per gli Enti locali, l'obbligo di costruire un fondo di ammortamento per distribuire in maniera uniforme fra gli esercizi il rimborso del prestito obbligazionario. Purtroppo, la formulazione generica del legislatore e la mancanza di norme specifiche ha consentito agli Enti locali, guidati

spesso da persone poco competenti in materia, il ricorso di strumenti derivati e di swap in modo poco ponderato e azzardato, il cui unico obiettivo era quello di fare cassa nel breve respiro. Gli Enti locali hanno iniziato ad utilizzare gli strumenti derivati, non per coprire i rischi dei tassi o di cambio, ma per perseguire obiettivi speculativi. Questi contratti a fronte di un beneficio immediato comportano l’assunzione di rischi futuri e maggiori oneri, che dipendono dalla variabilità dei tassi di interesse.

Nel giro di un paio di anni, secondo una analisi della Consob, alla fine del 2006 gli Enti territoriali italiani avevano una esposizione di titoli derivati verso le banche pari a circa 13 miliardi di euro, ovvero il 36% dell’indebitamento totale verso gli intermediari.

Il ricorso all’indebitamento da parte degli Enti locali trova anche regolamentazione nell’art. 202 del T.U.E.L., con il D.Lgs. n. 267 del 2000, il quale prevede che sia ammesso esclusivamente nelle forme previste dalle leggi vigenti in materia e per la realizzazione degli investimenti, fissa il principio generale in base, al quale l’indebitamento degli Enti può esser destinato a finanziare solo le spese in conto capitale e non le spese correnti.

I primi vincoli alla sottoscrizione di derivati per gli Enti locali sono definiti, in concomitanza con lo scoppio della bolla speculativa e regolamentati prima con la Finanziaria per il 2007, per poi proseguire con le Finanziarie 2008 e 2009. Con la Finanziaria per il 2009 viene previsto il primo divieto per le regioni, province autonome ed Enti locali di emettere titoli obbligazionari o altre passività che prevedono il rimborso del capitale in un’unica soluzione alla scadenza.

Gli Enti locali sono ricorsi alle operazioni di strumenti derivati per fronteggiare le difficoltà della finanza pubblica e i vincoli imposti dal Patto di Stabilità interno. L’ambiente caratterizzato dalla riduzione di trasferimenti monetari dal Governo centrale, dalla crescita della domanda interna di servizi e di opere pubbliche e

12 Fonte Gli Enti locali e il ricorso agli strumenti finanziari derivati in Amministrazione italiana n. 1/2008.
dalle regole volatili revisionate, di anno in anno, dal Patto di Stabilità, hanno portato ad un aumento di rigidità dei bilanci, inducendo le amministrazioni locali ad adottare comportamenti poco professionali, pur di mantenere dei buoni margini per la manovra delle decisioni di spesa. Questa situazione, di forte pressione, ha impedito agli Enti locali di cogliere il vero senso e la funzionalità dei titoli derivati, vedendoli erroneamente come ottima fonte finanziamento per coprire le spese correnti, anziché come forma di copertura dei tassi. A tal proposito è intervenuto anche il legislatore, con la riforma del Titolo V della Costituzione nel 2001, tramite la modifica dell'art. 119, il quale riconosce l'autonomia finanziaria degli Enti locali italiani al ricorso debitorio solo per finanziare le spese di investimento. L'uso dei titoli derivati ha abbagliato gli amministratori comunali, i quali si sono visti anticipare per pronta cassa, delle ingenti somme di contanti fin dalla sottoscrizione dello swap e nel corso dei primi anni del contratto. Le vere ripercussioni, però, si sono verificate gli anni successivi, quando i flussi sono diventati sfavorevoli per l'ente, generando un livello di indebitamento maggiore e difficilmente sostenibile a causa dell'aumento dei tassi interessi. La mancanza di una precisa regolamentazione della contabilità pubblica ha favorito il ricorso dei titoli derivati alla rinfusa, i quali non essendo formalmente un debito, non rispondevano né a vincoli di destinazione né a limiti di indebitamento e solamente con la crisi dei mercati del 2007, la Corte dei Conti ha iniziato a vietare l'uso dei derivanti per finanziare le spese correnti.

1.4 Uno sguardo all'Europa

I titoli derivati sono stati venduti principalmente da consulenti finanziari dei grandi istituti di credito internazionali agli Enti locali italiani, favoriti soprattutto da una regolamentazione a "tocco leggero", ovvero poco precisa e talvolta incerta. Solamente a partire dal 2007, in Italia, il ricorso all'acquisto di strumenti di finanza creativa è stato vietato, come avveniva già da tempo nel Regno Unito, in
Germania o negli Stati Uniti. In quei Paesi, il ricorso agli strumenti derivati speculativi è vietato per legge. Infatti, là si ritiene che le municipalità non abbiano le competenze tecniche per comprendere fino alla fine complessità dei mercati e dei prodotti finanziari esistenti e innovativi.

In argomento, fece molto discutere in Inghilterra alla fine degli anni '80 il casi della municipalità di Hammersmith, le cui autorità, così chiamate London Borough Council, stipularono diversi contratti derivati scommettendo su il ribasso dei tassi di interesse, ma l'avverso sviluppo dei tassi di interesse comportò una perdita per l'amministrazione locale. Nel gennaio del 1991\textsuperscript{14}, la Camera dei Lords, dopo tre gradi di giudizio, ha affermato che gli Enti locali londinesi non avevano nella fattispecie alcun potere di stipulare swap sui tassi di interesse di natura aleatoria e speculativa, trattandosi di atti eccedenti le capacità dei soggetti. Già negli anni '90, in seguito a tale pronuncia, è emerso che le autorità locali non avessero le capacità di concludere validamente dei contratti derivati, nè di copertura o a fini speculativi\textsuperscript{15}.

Solamente circa dopo vent'anni, il problema è risaltato agli occhi della cronaca italiana e nel 2009 il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) al fine di far comprendere il giusto valore del titolo derivato, ha avviato un processo di regolamentazione stabilendo le tipologie di strumenti derivati che possono esser legittimamente utilizzati dagli Enti, al fine di assicurare una sana e prudente gestione finanziaria e di evitare dei comportamenti opportunisti a scapito dell'Ente. La regolamentazione individua quali titoli possono esser sottoscritti da Enti locali, indicando come i più sicuri i plain vanilla\textsuperscript{16}, l'acquisto di forward rate

\textsuperscript{14} Sentenza del 24 gennaio 1991.

\textsuperscript{15} Tratto da \textit{Fondamenti dei mercati di FUTURE E OPZIONI} di Jhon C. Hull a cura di Emilio Barone, 2008.

\textsuperscript{16} Si tratta della trattata di una negoziazione standard, che non consente possibili opzionalità. Il nome plan vanilla è un termine anglosassone che denota la richiesta più semplice che ci sia, ovvero un gelato alla vaniglia. Il contratto verrà approfondito nel corso del terzo capitolo.
agreement\textsuperscript{17} piuttosto di un collar\textsuperscript{18} di tasso di interesse.

Da una indagine del Dipartimento del Tesoro, nel 2010, è emerso che il valore
nozionale dei contratti swap stipulati dagli Enti locali era pari a 35 miliardi di
euro. L'autorità di controllo ha, inoltre, definito le criticità connesse alla diffusione
dei derivati differenziandole tra strutturali e specifiche. Le criticità strutturali sono
prevalentemente legate a delle complessità di valutazione degli effetti degli
strumenti, come per esempio distorsioni di equilibri finanziari di lungo periodo,
oppure alla complessità delle clausole di difficile comprensione, spesso in lingua
inglese, da parte di operatori non professionali, quali gli amministratori comunali.
Diversamente, le criticità specifiche riguardano una eccessiva articolazione delle
operazioni. L'uso di strumenti derivati alla rinfusa ha principalmente
deresponsabilizzato l'operato dei soggetti sottoscrittori, i quali hanno
inconsciamente scaricato l'onere della gestione alle future amministrazioni,
condizionandone le azioni.

Attraverso questi recenti passi la regolamentazione italiana si è allineata alla
posizione presa, fin da subito, dalle altre grandi potenze europee, avvicinandosi
alle finalità istituzionale degli amministratori, il cui obiettivo principale è di offrire
una maggiore tutela agli interessi degli Enti locali e di far passare in secondo
piano, vietandoli i contratti derivati eccessivamente sofisticati a base speculativa.

\textsuperscript{17} Forward rate agreement, meglio conosciuto come FRA si tratta di un contratto di deposito,
attraverso il quale due controparti fissano un tasso di interesse su un deposito, in una
determinata valuta e in un arco temporale predefinito. Lo strumento permette di coprire le
oscillazioni del tasso di interesse.

\textsuperscript{18} Lo strumento collar è un corridoio entro i quali tassi possono oscillare. Verrà trattato nel corso
del capitolo terzo.
Capitolo: Finanza Pubblica

2.1 Evoluzione normativa in Italia

Nel corso del 2001 è stato modificato il Titolo V della Costituzione italiana, ossia la parte dedicata alle regioni, alle province e ai comuni tramite la riscrittura di alcuni articoli e l’inserimento di norme che hanno ampliato compiti e funzioni attribuite ai singoli Enti. La riduzione dei trasferimenti dal centro alla periferia ha, da un lato, reso effettivamente possibile il riconoscimento di una maggiore autonomia finanziaria degli Enti pubblici territoriali e, dall’altro, è stata la causa del caotico indebitamento dei soggetti. La riforma costituzionale ha permesso agli Enti di ottenere una maggiore autonomia finanziaria, consentendo loro di recuperare altre fonti o cedere parte del proprio patrimonio disponibile o ancora contrarre mutui passivi o emettere prestiti obbligazionari. Si è quindi fatto spazio all’utilizzo progressivo di strumenti di finanza innovativa, come i contratti derivati il cui valore dipende da un’attività sottostante\(^\text{19}\), che ne costituisce il parametro di riferimento.

Nel corso dell’ultimo ventennio la finanza degli Enti locali ha subito un processo di continue modifiche passando, così, da un modello di finanza derivata, istituito durante gli anni ’70, basato su un accenamento del potere fiscale e decisionale, ad un modello di finanza decentrata. Si è fatta avanti la concezione di federalismo fiscale, il quale ha attribuito maggiore autonomia ai comuni, province in materia di entrata e di spesa. Prima degli anni ’90 la finanza locale era basata per lo più su di un modello di trasferimenti accentratov, nel quale lo Stato conservava un ruolo importante e le funzioni svolte dalle autonomie locali, erano caratterizzate solo da una parziale autonomia\(^\text{20}\).

Con la legge 42 del 1990, detta legge Bassanini, i trasferimenti derivati da parte

\(^{19}\) Fonte Lo sviluppo della finanza innovativa e i rischi collegati nell’analisi del fenomeno economico dei derivati di G. Ardizzi e M. Lanotte.

dello stato agli Enti pubblici si sono ridimensionati, sino ad arrivare al quasi completo finanziamento tramite entrate proprie. Si è passati ad un sistema tendenzialmente regionale, meglio conosciuto come federale, nel quale le relazioni tra lo stato e gli Enti locali sono meno intrecciate. La finanza pubblica italiana ha subito una notevole trasformazione e le municipalità sono diventate il motore delle scelte economiche e politiche con ripercussioni a livello nazionale e internazionale, in seguito a due processi di riforma, quali:

- il risanamento finanziario, attuato in vista dell'avvio della moneta unica,
- il decentramento amministrativo e fiscale.

L'ingresso dell'Italia nella zona Euro ha richiesto un processo di maggiore coinvolgimento della finanza pubblica, in particolar modo degli Enti locali che sono stati chiamati a ridurre il debito complessivo, al fine di ottenere il pareggio di bilancio, tramite una rigida politica di controllo dell'indebitamento. Questa visione è stata formalizzata nel 1997 con la firma del Patto di Stabilità e crescita, con l'obiettivo di creare dei vincoli alla finanza pubblica per supplire all'assenza di un'organizzazione sovranazionale in grado di controllare la politica fiscale nell'area euro parallela alla BCE per la politica monetaria. I firmatari del Patto di Stabilità si impegnano a mantenere un rapporto "deficit pubblico/Pil" al di sotto del 3% e di ridurre progressivamente il finanziamento in disavanzo delle proprie spese\textsuperscript{21}.

L'altro importante processo di riforma, che ha contraddistinto le scelte del nostro Paese, durante l'ultimo decennio, è stato il decentramento amministrativo e fiscale, avviato nel 1997 con le leggi Bassanini e nel 2001 con la riforma del Titolo V della Costituzione. Si tratta di un generale processo di trasformazione, il quale trova il suo fondamento nel trasferimento delle funzioni legislative, amministrative e finanziarie dello Stato verso i cosiddetti, livelli di governo inferiori, rafforzando il principio di sussidiarietà, secondo il cui il livello di governo più vicino ai cittadini risponde in modo più adeguato alle esigenze della

\textsuperscript{21} Tratto dal corso *Economia di Mercati Valutari e Finanziari*, a cura della Prof. Lucia Trevisan a.a. 2011-2012.
collettività. Attraverso questi interventi, è stato rafforzato il principio di autonomia finanziaria e il legislatore con il nuovo testo dell'art.119 della Costituzione, propone un capovolgimento di visione, infatti, attribuisce ai comuni e alle province una maggiore autonomia di entrata e di spesa proprie al fine di soddisfare al meglio i propri bisogni.

Questi processi di riforma hanno avuto un effetto generale sulle autonomie locali. La presenza di vincoli sull’indebitamento e la riduzione dei trasferimenti da parte dello stato centrale hanno permesso di accrescere la responsabilità e l’autonomia finanziaria e fiscale degli Enti locali, ponendo comuni e province nella condizione di dover organizzare la propria attività monitorando le proprie risorse e ricorrere a forme alternative di finanziamento. Gli Enti locali si sono, quindi, trovati, nel giro di poco tempo a dover gestire in autonomia e senza le dovute competenze la propria strategia finanziaria. La rincorsa alla rimodulazione dei mutui o dei propri debiti ha scatenato una spirale difficilmente controllabile con ripercussioni sia nel breve periodo, ma soprattutto nel lungo termine.

Di fronte ai rischi azionati dalle non competenti amministrazioni, emersi dalla sottoscrizione di titoli di finanza creativa, viene da chiedersi se sia effettivamente stato rispettato il principio della coerenza e congruità dell'amministrazione. Capace di perseguire i propri obiettivi nel rispetto dell'equilibrio di bilancio senza un ricorso improprio di titoli finanziari, e allo stesso tempo capace di perseguire delle strategie formulate con la corretta ponderazione di risorse umane, finanziarie e strumentali. Capace, inoltre, di perseguire i fini istituzionali proposti,

---

22 Tratto da Finalità e postulati dei principi degli Enti locali, Ministro dell'Interno, osservatorio per la finanza e la contabilità per gli Enti locali, marzo 2008. Sezione II art.60. Principio della coerenza: occorre assicurare un nesso logico e conseguente fra la pianificazione, la programmazione, la previsione, gli atti di gestione e la rendicontazione generale. La coerenza implica che gli stessi siano strumentali al perseguimento dei medesimi obiettivi.

23 Tratto da Finalità e postulati dei principi degli Enti locali, Ministro dell'Interno, osservatorio per la finanza e la contabilità per gli Enti locali, marzo 2008. Sezione II art.61. Principio di congruità: assicurare un nesso logico e conseguente fra la pianificazione, la programmazione, la previsione, gli atti di gestione e la rendicontazione generale. La coerenza implica che gli stessi siano strumentali al perseguimento dei medesimi obiettivi.
osservando il principio del bilanciamento incrociato tra efficacia ed efficienza\textsuperscript{24}, con uno sguardo attento ma anche all'economicità in corrispondenza delle strategie indicate. Purtroppo all'interno dei nostri Enti locali, generalmente le figure professionali che si occupano di gestione del debito, non hanno le competenze adatte. Sarebbe quindi, necessario introdurre dei soggetti qualificati in grado di valutare concretamente i rischi della gestione del debito, in maniera autonoma e monitorando il loro operato. In modo tale da limitare il rischio di insolvenza per le autonomie di piccole e di medie dimensioni.

2.2 \textit{Dal sistema accentrato al sistema federale}

Con l'evoluzione del processo di trasformazione delle autonomie locali, avvenuto negli anni '90, il loro modo di fare finanza è stato fortemente condizionato nel giro di pochi anni. Prima infatti, gli Enti locali ricorrevano all'istituto della Cassa Depositi e Prestiti come fonte di finanziamento primaria di lungo periodo e solo successivamente ad altri istituti di credito. I principali finanziamenti erano reperiti attraverso entrate tributarie, o extratributarie o da trasferimenti correnti e in ultima istanza all'accensione di prestiti presso la Cassa Depositi e Prestiti, istituto che gestiva anche le varie contrattazioni.

Il cambiamento si è verificato solamente a partire dall'ultimo decennio, vista la riduzione dei trasferimenti statali da destinare agli investimenti e l'esigenza di risanare i conti pubblici per allinearsi con le richieste del mercato unico monetario europeo.

Il progressivo riconoscimento, in capo agli Enti locali, di un sistema federale ha dato la possibilità a quest'ultimi di ottenere una maggiore autonomia finanziaria conferendo la possibilità di reperire nuove risorse esterne, necessarie per finanziare le proprie spese di investimento, la nuova regolamentazione ha preso

\textsuperscript{24} Tratto da \textit{Il controllo di gestione in un ottica strategica} M. Bergamin Barbato 1992.

Gli Enti locali, sono stati, indotti, a crearsi dei percorsi alternativi di sostenibilità finanziaria, rivolgendosi a nuovi canali di finanziamento per controbilanciare la progressiva riduzione dei trasferimenti dal bilancio statale. Si è sviluppata, in modo progressivo, una maggiore sensibilità nella gestione attiva del debito da parte dei soggetti territoriali e, utilizzando anche di strumenti di finanza creativa come i derivati. Con la legge Finanziaria per il ‘95, il legislatore, ha voluto delineare al meglio, i principi del ricorso all’indebitamento, consentendo alle regioni, province, comuni e città metropolitane la facoltà di emettere prestiti obbligazionari destinati in via esclusiva al finanziamento di investimenti di lungo periodo, inseriti all’interno di un progetto ben definito. Il nuovo articolo 119 della Costituzione, prevede, inoltre che gli Enti territoriali non solo abbiano autonomia finanziaria di entrata e di spesa, ma anche che possano ricorrere all’indebitamento per effettuare spese di investimento. Qualche anno più tardi, lo stesso principio venne ritoccato con all’art. 202 del T.U.E.L., imponendo il principio generale di destinazione.


26 Riforma Costituzionale del 18 ottobre 2001, n.3 Modifiche al titolo V della parte seconda della Costituzione. In sostituzione all’art. 117 Cost.


28 Art. 119 Costituzione c.1 "I Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni hanno autonomia finanziaria di entrata e di spesa, nel rispetto dell’equilibrio dei relativi bilanci, e concorrono ad assicurare l’osservanza dei vincoli economici e finanziari derivanti dall’ordinamento dell’Unione europea."

29 Art. 119 Costituzione, c. 5 "I Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni hanno un proprio patrimonio, attribuito secondo i principi generali determinati dalla legge dello Stato. Possono ricorrere all’indebitamento solo per finanziare spese di investimento, con la contestuale definizione di piani di ammortamento e a condizione che per il complesso degli Enti di ciascuna Regione sia rispettato l’equilibrio di bilancio."

30 D.Lgs. n. 267 del 2000 Testo unico sull’ordinamento degli Enti locali.
2.3 Maggiori poteri per gli Enti dal 2002

A distanza di pochi mesi, con la legge Finanziaria per il 2002, si è cercato di delineare al meglio quanto già definito. Infatti, si è conferito al Ministero dell'Economia e delle Finanze una maggiore funzione di controllo e coordinamento, al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di consentire una migliore vigilanza sugli andamenti della finanza pubblica\textsuperscript{31}. Inoltre, sempre con lo stesso regolamento, al fine di rimuovere i vizi, che condizionavano l'accesso al mercato, si è voluto modificare la disciplina dell'emissione dei titoli obbligazionari e della contrattazione dei mutui. Nello specifico, con il comma 2, contrariamente a quanto indicato nella legge previgente, si è data la possibilità alla Pubblica Amministrazione di emettere titoli obbligazionari e di contrarre mutui secondo la modalità bullet. Gli strumenti bullet consentono la restituzione del capitale in una unica soluzione. Il rimborso del prestito finanziario prevede la corresponsione del solo interesse durante tutto il periodo di ammortamento, mentre l'intero capitale iniziale viene restituito in un' unica soluzione alla scadenza del contratto. Attraverso il prestito bullet, l'investitore ha la possibilità di conseguire un maggior rendimento, infatti la quota capitale del prestito non si riduce progressivamente nel corso del tempo e gli interessi saranno sempre calcolati sullo stesso importo di capitale prestato. Con questa normativa, è stata data la possibilità di concludere operazioni di finanza derivata, in base alle quali, l'ente si impegna a pagare rate di ammortamento, mentre la controparte a corrispondere quote di capitale comprensive di rate di interesse alla scadenza del contratto. Veniva, inoltre, data la facoltà, di rinegoziare i propri debiti, convertendo i mutui contratti in data successiva al 31 dicembre 1996, mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegoziando i mutui pre esistenti, con l'obiettivo principale di ridurre il valore finanziario delle passività totali a carico degli Enti stessi\textsuperscript{32}. Solamente nel dicembre del 2003, con un D.M., è stato attuato

\textsuperscript{31} Legge del 28 dicembre 2001, Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato, Finanziaria per il 2002, n. 448 art.41 comma 1.

\textsuperscript{32} Legge del 28 dicembre 2001, Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello
completamente l'art.41, comma 1 n. 488 del 2001. Infatti, il Ministero dell'Economia e delle Finanza ha dettato i principi fondamentali dell'accesso al mercato dei capitali da parte di Enti territoriali. Tali contratti, potranno essere conclusi solamente da intermediari contraddistinti da un adeguato merito creditizio, secondo le indicazioni certificate dalle agenzie internazionali di rating. Il decreto ministeriale ha disposto l'obbligo di coprirsi dal rischio di cambio nel caso di emissioni obbligazionarie in valuta estera, mediante l'attivazione di un currency swap. Ha arricchito, inoltre, ulteriori elementi di flessibilità nella politiche di gestione delle passività di bilancio, consentendo, operazioni di ristrutturazione contrattuale dei tassi di interesse: passando da tasso variabile a fisso e viceversa. Oltre allo swap di tasso di interesse, è possibile anche l'acquisto di forward rate agreement, di una opzione cap\textsuperscript{33} o floor\textsuperscript{34}, o di un collar e di concludere operazioni derivate contenenti nelle precendenti\textsuperscript{35}.

Nel 2004, vista l'incertezza e la poca trasparenza della regolamentazione sulla costruzione del fondo di ammortamento, attraverso il decreto ministeriale\textsuperscript{36}, legislatore intervenne raccomandando l'importanza del rating nella selezione dei soggetti emittenti dei titoli utilizzati con l'obiettivo di ridurne il rischio di credito. Venne inoltre, ribadito l'importanza della costituzione di un piano precontrattuale di ammortamento, nel quale, devono esser definiti la durata del prestito, i vantaggi e gli svantaggi economici, che il rimborso unificato comporta. La circolare riconosce l'istituto delle operazioni strutturate, secondo la forma plain vanilla, escludendo tutte quelle con finalità speculativa. Alle amministrazioni è

\textsuperscript{33} L'opzioni cap è strumento che permette di coprirsi dal rischio di aumento del tasso di interesse.

\textsuperscript{34} L'opzione floor permette di coprirsi dal rischio di diminuzione del tasso di interesse al di sotto di una cerra soglia. Verrà trattato nel corso del terzo capitolo.


\textsuperscript{36} D.M. n. 389/2003 art. 2.
data la possibilità di rinegoziare i derivati sottoscritti, riadattando il contratto al fine di ridurne le perdite. La circolare riporta anche degli obblighi in capo agli istituti di credito, i quali, devono informare i loro investitori sui rischi aggiuntivi del contratto tramite dei Documenti aggiuntivi\textsuperscript{37}, e allo stesso tempo ottenere maggiori notizie dai loro clienti, in merito all'esperienza nel settore, alla situazione finanziaria e gli obiettivi, da raggiungere, con l'investimento.

La legge Finanziaria per il 2007 ha cercato di incrementare ulteriormente la trasparenza del ricorso ai titoli derivati, definendo delle regole più rigorose. Secondo tale disposizione, infatti, le operazioni di gestione del debito devono conferire maggiore solidità al bilancio mediante la riduzione sia costo finale e sia dell'esposizione dei rischi di mercato\textsuperscript{38}. Le amministrazioni sono anche obbligate alla comunicazione preventiva dei contratti di strumenti derivati al Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'economia e delle finanze, il quale è tenuto a verificare la conformità alla norma vigente e ad autorizzarle le operazioni. Prima della sottoscrizione dei contratti, pena l'illegittimità degli stessi. Nel corso di tutta l'operazione, inoltre, il Ministero dovrà esser costantemente informato con scadenza trimestrale, di tutti gli sviluppi contrattuali. Gli Enti locali, inoltre, dovranno mantenere per almeno cinque anni i dati delle operazioni finanziarie di indebitamento\textsuperscript{39}.

\textbf{2.4 Il blocco dei titoli speculativi e le disposizioni MiFiD.}

Nella Finanziaria per il 2008, in seguito alle preoccupazioni sorte in prossimità della chiusura del 2007, il legislatore ha voluto ribadire il principio della trasparenza di operazioni di derivati effettuate dagli Enti locali, i cui contratti

\textsuperscript{37} Regolamento Consob n. 115522/98 \textit{Doveri informativi dell'intermediario}.

\textsuperscript{38} Legge 27 dicembre 2006 n. 296 c. 736, \textit{Disposizione per la formazione annuale e pluriennale del bilancio dello Stato} Finanziaria per il 2007.

\textsuperscript{39} Legge finanziaria 27 dicembre 2006, n. 296 c. 738.
devono essere predisposti secondo le indicazioni del Mef\textsuperscript{40}. Vista l'eccessiva facilità di contrattazione e l'aumento dei contratti di swap, con la Finanziaria per il 2008 si introduce l'obbligo, per gli amministratori pubblici, di dichiarazione sul contenuto del contratto e sulle caratteristiche di rischio dello stesso\textsuperscript{41}. Non viene, quindi, messa in discussione la possibilità, per regioni ed Enti pubblici, di stipulare contratti finanziari, anche derivati, ma si esclude l'attitudine a produrre effetti, per i contratti non trasmessi al Ministero dell'economia e delle finanze e per quelli che non assicurano una totale trasparenza contrattuale. Il contratto dovrà esser inviato al Mef, che dovrà verificare la conformità, non da un punto di vista di convenienza economica, ma dal lato delle informazioni necessarie. Laddove tutti gli adempimenti non siano ottenuti il contratto non produrrà alcun effetto. 

Solamente nell'estate del 2008, all'inizio dello scoppio della bolla speculativa, è stato fatto divieto per gli Enti locali di ricorrere, nei successivi 12 mesi, all'utilizzo di strumenti di finanza creativa. Inoltre, i contratti di finanza stipulati dovranno avere al massimo durata trentennale. Il rimborso dovrà essere periodico tramite la restituzione di quote di capitale maggiorate dell'importo degli interessi determinati in base al debito residuo\textsuperscript{42}. La normativa è stata accolta positivamente, provocando la chiusura di circa 200 contratti in titoli derivati comunali, per oltre 3 miliardi di euro\textsuperscript{43}. I comuni hanno imboccato differenti vie d'uscita, come ad esempio l'estinzione anticipata o la chiusura di contratti giunti a scadenza.

A distanza di pochi mesi dalla Manovra d'estate il legislatore ha posto ancora

\textsuperscript{40} Legge finanziaria 24 dicembre 2007, n. 244 art.1 c. 382 \textit{Disposizione per la formazione annuale e pluriennale del bilancio dello Stato Finanziaria per il 2008}.

\textsuperscript{41} I derivati negoziati al di fuori della borsa, definiti Over The Counter, sono strutturati secondo le esigenze specifiche delle controparti, e tale autonomia genera la difficoltà da parte degli Enti di valutarne gli effetti, costituendo una situazione di criticità. Per questo motivo la norma prevede la completa assunzione delle responsabilità degli amministratori, tramite l'attestazione della conoscenza delle caratteristiche del contratto.

\textsuperscript{42} \textit{Manovra d'estate}, D.Lgs. 25 giugno 2008, n. 112, art. 62.

\textsuperscript{43} Tratto da il Sole 24 ore, \textit{Già usciti dai deriati quasi 200 Enti locali} del 2 settembre 2010 a cura i I. Bufacchi.
attenzione all'argomento con la legge Finanziaria per il 2009. Con essa stata data la possibilità di ristrutturare il contratto derivato a seguito della modifica della passività al quale si riferisce, con la finalità di mantenere la passività rinegoziata e collegandola all'operazione di copertura e di chiusura anticipata del contratto\textsuperscript{44}. Il documento ha inoltre, ribadito l'importanza del tipo di contratto da concludere, indicando le componenti derivate, implicite o esplicite, nonché riportando le informazioni in lingua italiana, al fine di garantirne una maggiore trasparenza.

Nel frattempo, il problema non è passato indifferente al Parlamento dell'Unione europea, che in attuazione della direttiva 2004/39/CE dei mercati di strumenti finanziari, ha definito il quadro normativo del collocamento di strumenti derivati integrandolo con la direttiva MiFiD\textsuperscript{45}, al fine di costruire un mercato azionario uniforme per tutte le imprese di investimento del continente. La direttiva ha previsto un aumento delle tutele a seconda del tipo di investitore. L'obiettivo principale è quello di rendere consapevoli i clienti dei loro investimento rischiosi. Gli investitori sono stati divisi in differenti tipologie di clienti, attribuendo loro diversi gradi di protezione. Vi sono, quindi, tre tipologie\textsuperscript{46}: i clienti retail, maggiormente protetti; i clienti professionali, che beneficiano di alcuni standard di protezione; ed infine le controparti qualificate, ai quali vengono solo trasmessi gli ordini e le negoziazioni per conto proprio. Secondo la direttiva, l'intermediario ha il compito di accertare il grado di esperienza e di conoscenza, in materia, dei proprio clienti, i quali devono essere capaci di comprendere i rischi connessi all'operazione proposta. La direttiva è stata regolamentata anche all'interno del T.U.F\textsuperscript{47}, il quale identifica le regioni come clienti professionali.

\textsuperscript{44} Finanziaria per il 2009, art.3 L.22 dicembre 2008, n. 203.
\textsuperscript{45} MiFiD acronimo di Market in Financial Instruments Directive, indicato dal D.lgs. 17 settembre 2007, n. 164.
\textsuperscript{46} Fonte Gli strumenti derivati negli Enti locali, aspetti contrattuali, contabili e profili di responsabilità. M. Atelli 2008, dossier Il sole 24ore.
\textsuperscript{47} T.U.F. Art. 6 comma 2- sexies Libro II, Parte II.
2.5 Criticità nell'uso

Il ricorso da parte degli Enti locali a strumenti di finanza innovativa è strettamente collegato ad una regolamentazione poco trasparente e spesso confusionaria, che ha fatto perdere di vista agli amministratori il giusto trade-off tra innovazione finanziaria, utilizzo di strumenti finanziari e una corretta regolamentazione tra domanda e offerta di prodotti e servizi. Nella valutazione degli effetti della stipula dei contratti derivati, da parte delle municipalità, devono esser considerate anche le specifiche responsabilità in capo agli amministratori comunali. Infatti, il procedimento di sottoscrizione dei contratti prevede diverse fasi, che vanno dalla deliberazione dell'organo assembleare, quale ad esempio il consiglio regionale o provinciale o comunale, alla vera e propria stipula del contratto da parte del responsabile dell'ente. Nel giro di poco tempo, gli Enti per lo più di piccole dimensioni, si sono trovati coinvolti nella spirale delle scommesse apparentemente interessanti, ma fortemente pericolose.

Alla base della stipula dei contratti vi è una rilevante asimmetria informativa tra domanda e offerta, alimentata soprattutto da una inadeguata conoscenza ed educazione finanziaria. Ciò deriva da una mancata separazione tra le attività di consulenza strumentale di arranging rispetto a quella oggettiva di advisory. La prima attività è legata prevalentemente alla fase di produzione e di collocamento del prodotto finanziario presso gli intermediari finanziari. La seconda, invece, è legata all'attività di consulenza dei vari contratti, che deve esser strettamente collegata alle necessità dei diversi soggetti coinvolti. Una netta distinzione tra le due figure professionali è possibile solo in caso di separazione oggettiva e funzionale tra i due soggetti, in modo tale da limitare i conflitti di interesse. Purtroppo, solo recentemente i comuni hanno iniziato a muoversi verso questa direzione, proponendo dei concorsi mirati all'assunzione di soggetti con conoscenze finanziarie.

La mancata conoscenza del rischio finanziario ha sviluppato all'interno degli Enti la rincorsa alla delega da parte dei consigli comunali, alla giunta e di riflesso ai
consulenti degli istituti di credito. Gli advisor non sempre sono stati indipendenti nelle loro valutazioni e hanno originato delle transizioni offuscate dalle normali condizioni di equilibrio tra gli interessi delle banche e delle pubbliche amministrazioni.

In seguito al blocco dei finanziamenti da parte della Cassa Depositi e Prestiti agli Enti locali, il legislatore ha dato loro la possibilità di reperire delle risorse finanziarie attraverso il ricorso di nuovi strumenti finanziari. Gli Enti locali, si sono così trovatì, a dover gestire i propri debiti esistenti attivamente, mediante la rimodulazione delle condizioni finanziarie contrattuali. Questa operazione, se ben studiata e analizzata, avrebbe consentito, agli Enti, di poter controllare maggiormente le oscillazioni dei tassi di interesse e sfruttarle a proprio vantaggio rielaborando o rimodulando i piani di ammortamento dei mutui. Purtorppo, rei di aver la lasciato troppa autonomia ai propri consulenti finanziari, le amministrazioni si sono trovate nel giro di un paio anni a dover gestire delle situazioni critiche. Nel corso di qualche anno, sono affiorate le distorsioni ad appannaggio dell'apparente vantaggio economico, che ha fatto spostare azione in avanti nel tempo gli oneri delle operazioni, creando una spirale con poche vie d'uscita, con un danno finanziario che condizionerà le gestioni future.

La finalità principale dell'operato del legislatore nel corso delle varie regolamentazioni è sempre stata improntata alla riduzione del costo finale del debito o all'esposizione del rischio finanziario, obiettivi divergente con i titoli derivati: nati per attuare delle speculazioni. Infatti, solo attraverso un'analisi puntuale del prodotto, effettuata da persone competenti, è possibile smontare le varie clausole per capire cosa effettivamente contenga il contratto. Emerge così che i clienti abbiano firmato dei contratti contenenti dei rischi consistenti con delle probabilità di successo remote, rispetto a quelli indicate inizialmente. Purtroppo capire il giusto prezzo del contratto non è facile, infatti è necessario avere delle competenze in materie finanziarie, difficilmente individuabile negli Enti locali. I contatti, emessi non alla pari, contengono dei costi impliciti invisibili al momento della sottoscrizione, che emergono solamente a distanza di qualche anno dalla
stipula. I contratti no par, al momento dell'emissione contengono un valore di mercato negativo, per una delle due controparti, che spesso è l'ente locale. In generale, lo squilibrio dovrebbe esser riequilibrato tramite il pagamento puntuale, da parte dell'ente di un up-front positivo, ma difficilmente avviene. Il disequilibrio dei contratti no par deriva dalla differenza tra il prezzo di mercato teorico e la valutazione del prezzo attribuita dall'intermediario.
3 Capitolo: I Prodotti Derivati

3.1 Uno sguardo d'insieme

I prodotti finanziari derivati si caratterizzano per aver un valore che deriva dall’andamento di una performance su di un’attività sottostante a cui fa riferimento il contratto. Tale attività può esser sia di natura finanziaria, come per esempio un tasso d’interesse, o il prezzo di una merce sia una quantità reale. Il risultato finale, definito pay-off, dipende dalla relazione che lega il valore del derivato al sottostante e costituisce il valore finanziario prodotto. I prodotti finanziari vengono impiegati con differenti finalità: con fini speculativi, di copertura e gestione del rischi o per attuare arbitraggi.

Stimare il giusto valore del derivato non è facile, infatti, richiede determinate competenze economiche finanziarie, in grado di simulare dei possibili scenari futuri, al fine di determinare il valore del pay-off.

Gli swap pur essendo previsti dalla legge, rimangono dei contratti atipici, per il quali non esiste una normativa specifica.

I contratti derivati si classificano in due grandi filoni: quelli semplici, come future, options e swap, detti anche standardizzati, e quelli complessi come gli interest rate cap, interest rate floor ed interest rate collar. Generalmente, i contratti standardizzati sono difficili da trovare, infatti al momento della contrattazione vengono venduti dei contratti semplici modificati però da delle particolari opzioni con un maggior grado di rischiosità. Altra importante distinzione riguarda il mercato nel quale sono negoziati, che può essere regolato o no. I derivati negoziati nei mercati regolamentati devono sottostare a una serie particolare di caratteristiche, per esser considerati tali, quali il prezzo, l’ammontare unitario e le

48 Fonte Consob: risparmiatori -educazione finanziaria- prodotti derivati.
49 Art. 1 T.U.F. Dove viene definito come una categoria di contratti.
50 La struttura negoziale sarebbe riconducibile alle altre operazioni, indicate dal D.M. n. 389/2003 art. 3 comma 2 lettera e.
clausole contrattuali. Fanno, invece, parte dei mercati non regolamenti, meglio definiti come OTC\textsuperscript{51} gli swap, il cui contenuto può essere personalizzato in base alle particolari esigenze e necessità dei contraenti. Per quest’ultima tipologia di contratto non esiste un mercato secondario.

Con la legge Finanziaria del 2002, il legislatore ha dato la possibilità agli Enti locali di emettere sia titoli obbligazionari, sia di sottoscrivere contratti derivati, il cui valore è legato all’andamento dei beni o di indici finanziari sottostanti. Lo strumento di finanza creativa più diffuso tra gli Enti locali è l’interest rate swap (IRS).

### 3.2 Principali tipologie di swap

L’elemento caratterizzante di un titolo derivato swap è lo scambio dei flussi monetari tra due parti a determinate condizioni e a date certe. Gli swap sono dei contratti negoziati OTC, e quindi, non negoziati sui mercati regolamentati. Il sottostante, al quale l’operazione si riferisce, può essere di vario tipo ed influenzare notevolmente le caratteristiche del contratto. I contatti di tipo swap, possono esser a loro volta classificati in flussi di scambio di interesse IRS, o di valute come il Currency swap.

Nell’ambito degli IRS, si possono, distinguere altre forme di strutture contrattuali, in base alla determinazione dei tassi di interesse, i più diffusi sono i plain vanilla swap e i basis swap. I contratti plain vanilla\textsuperscript{52} sono caratterizzati dallo scambio del tasso di interesse fisso in variabile, o viceversa. Nei basis swap lo scambio avviene tra due diversi tassi variabili, indicizzati a differenti parametri.

Le operazioni sulle valute, ovvero i currency swap, comprendono invece, diverse tipologie di contratto: il cross currency swap (un flusso di interesse fisso determinato con un tasso di interesse fisso, verso un altro flusso determinato con

---

\textsuperscript{51} OTC Over the counter.

\textsuperscript{52} Tratto da Opzioni, Futures a altri derivati, John C.Hull, Pearson Educational Italia S.r.l. 2006.
il tasso variabile), il fixed-rate currency (i cui flussi a titolo di intesse sono calcolati attraverso due tassi fissi) ed infine, il floating to floating currency swap (dove entrambi i flussi di interesse sono determinati con dei tassi variabili).

3.2.1 *Plain Vanilla swap: aspetti tecnici e profili operativi*

Un contratto di IRS, permette di scambiare, tra due operatori, a date prestabilite una serie di flussi monetari di interessi calcolati sulla base di un capitale nozionale. Il capitale nozionale è un elemento di primaria importanza, infatti, rappresenta la base per la determinazione dei flussi di denaro da versare alla controparte. Si tratta di un valore puramente teorico, che non è soggetto a scambi. Il contratto di finanziamento swap prevede la trasformazione del tasso da variabile a fisso e viceversa. Gli elementi contrattuali che lo caratterizzano sono:

- il capitale nozionale, ossia l'ammontare del capitale di riferimento per il calcolo dei flussi di interesse;
- la data iniziale e finale, il periodo in cui il contratto inizia a produrre effetti e la sua fine;
- le periodicità dei pagamenti, ovvero le date in cui sono pagate e calcolate le cedole a tasso fisso e a tasso variabile.

L'accordo prevede dei pagamenti periodici di liquidazione di flussi monetari. Nel caso in cui i flussi in entrate e in uscita per entrambe le parti coinvolte nell'operazione coincidano nella stessa scadenza, la liquidazione potrà avvenire per differenziali. Occorre, pertanto, definire la parte contrattuale, che si impegna a corrispondere la cedola al tasso fisso e quella che si impegna a versare gli interessi a tasso variabile. I due tipi di cedole sono definite generalmente a gamba fissa o variabile a seconda, che tipo di flusso da corrispondere dai due debitori sia calcolato a tasso variabile o fisso.

Nel contratto sono inoltre indicati:
- il tasso fisso di riferimento e l'eventuale spread del tasso fisso, da sommare
allo stesso;

- il parametro di indicizzazione rilevato alla scadenza di riferimento, relativo al tasso variabile, che di solito è l'Euribor a 6 mesi;
- il tasso soglia, che rappresenta la barriera del tasso parametro variabile, il cui raggiungimento, alla data del fixing, determinerà la modifica delle condizioni di calcolo del tasso variabile;
- spread da sommare al tasso variabile, e le date di rilevazione.

I flussi di cassa, che derivano da una operazione di IRS possono esser rappresentate come segue:

![Diagram](image)

**Illustrazione 1: Asse temporale Plain Vanilla Swap.**

La quota di capitale a titolo di interesse viene corrisposta dalle due parti periodicamente, durante tutto il periodo del contratto, che in questo caso, è riferito all'arco temporale che va da $t_0$ a $t_n$. La banca corrisponderà all'Ente delle quote di interesse calcolate su $C$, ovvero il capitale nozionale moltiplicato per il tasso fisso e tali valori per l'Ente rappresentano nei flussi finanziari in ingresso. Mentre, al contrario l'Ente dovrà elargire alla banca dei flussi finanziari, ottenuti moltiplicando il capitale nozionale per il tasso variabile.
Secondo quanto stabilito dalla Consob\textsuperscript{53}, il contratto derivato alla data della stipula deve avere un valore di mercato sempre nullo. Il contratto, quindi, deve essere equo, ossia inizialmente deve essere alla pari, ovvero strutturato in modo tale, da attribuire ad entrambe le parti la stessa probabilità di guadagnare o perdere. Se il contratto non è alla pari, la parte avvantaggiata deve corrispondere alla parte svantaggiata un premio a titolo di up-front, che sia in grado di riequilibrare il contratto. La posizione di vantaggio o svantaggio\textsuperscript{54} dipendono da diversi fattori, come ad esempio il grado di solvibilità dell'Ente e della banca, dalle valutazioni dei tassi.

L'Ente locale, che alla stipula sottoscrive un contratto di finanziamento con pagamento di interessi a tasso variabile, come riportato nella figura, si espone al rischio di oscillazione della quota, il cui ammontare potrà essere noto solo al momento del pagamento. Al contrario, la quota da parte della banca a favore dell'Ente sarà nota fin da subito, perché determinata con l'uso di un tasso fisso.

La liquidazione delle quote avviene determinando il flusso netto dell'interesse a credito e a debito tra l'Ente e la banca. La parte con il disavanzo superiore dovrà corrispondere la differenza all'altra parte.

Saper stimare l'andamento dei mercati, purtroppo, non è facile, soprattutto in periodi contrattuali molto ampi. Nonostante tutto, è di vitale importanza fare delle previsioni corrette, o il più possibile in linea con l'andamento delle oscillazioni dei tassi di mercato. Una volta stipulato il contratto è importante operare un monitoraggio continuo, al fine di cogliere le eventuali opportunità, al fine di contenere il costo del denaro e di costruire delle operazioni coerenti con le proprie aspettative.

\textbf{3.2.2 Calcolo dei flussi monetari}

Il valore corrente di mercato dello swap\textsuperscript{55}, deriva dalla differenza tra i flussi

\textsuperscript{53} Consob regolamento 11522/1998.

\textsuperscript{54} Nel corso del quadro capitolo verrà predisposto un esempio.
calcolati di gamba fissa e variabile. I valori della gamba fissa, sono calcolati moltiplicando il tasso di interesse fisso per il capitale nozionale, mentre per quelli di gamba variabile si utilizza il tasso variabile.

Quando il contratto IRS prevede la struttura dell’ammortizing, le quote a titolo di interesse, cedole, sono calcolate sul valore residuo del finanziamento.

L'importo dell'interesse a gamba fissa sarà determinatato, attraverso la seguente formula:

\[ I = \text{Capitale Nozionale} \times \text{tasso interesse fisso} \times \text{day count} \left( \frac{30}{360} \right) \]

al cui importo del tasso di interesse, va aggiunto lo spread, se previsto. Il valore del day count, denominato anche act\textsuperscript{55}/360, è solitamente viene determinato in due metodi differenti, a seconda che la parte interessata sia la banca o l’Ente. Il day count per la banca è determinato in base ai giorni del calendario commerciale, come ad esempio per uno swap semestrale a tasso annuale, avremmo al denominatore 180 giorni e al denominatore 360. Viceversa il day count per un Ente o un cliente è determinato con i giorni effettivi di calendario sui giorni commerciali. Ad esempio per calcolare il day count di un titolo che va dal primo di gennaio al 30 di giugno di un anno bisestile, il valore sarà dato da 182 su 360.

Il valore della gamba fissa, valutato alla data \( \tilde{t} \) sarà ottenuto con la seguente formula:

\[ V_{GF} = I \times \sum_{(t_k,t_{k+1})} v(\tilde{t},t_k) \]

con \( v(\tilde{t},t_k) \) fattore di sconto all'epoca intermedia considerata.

Per calcolare, invece, la gamba variabile dovranno esser utilizzati i tassi variabili, i quali però, non sono noti alla data della stipula, né alla data di valutazione, ma sono agganciati a dei tassi di riferimento ed incorporano le aspettative degli operatori. Il flusso degli interessi, legati ai tassi variabili, \( J_k \), è ottenuto:

\[ J_k = C \times \left[ r(t_{k-1}) + s \right] \times \text{act/360} \]

dove \( r(t_{k-1}) \) è il tasso su base annua determinato all’istante \( t_{k-1} \), e relativo al periodo

---

\textsuperscript{55} Tutte le formule sono state tratte da Considerazioni sulla valutazione di un interest rate swap, a cura di Gabrille D’Agostino e Antonio Gulielmi, Matematicamente.it, dicembre 2011

\textsuperscript{56} Abbreviazione di Actual, giorni effettivi.
s e lo spread riferito all'anno. La valutazione alla data $t$, legata al tasso di riferimento del mercato sarà così determinata:

$$J_k = C^* \left[ i(t, t_{k-1}, t_k) + s \right] * \text{act}/360$$

con $i(t, t_{k-1}, t_k)$ che rappresenta il tasso di mercato in $t$ riferito al periodo $t_{k-1}, t_k$ su base annua. Inoltre se l'epoca di riferimento è uguale all'epoca del periodo precedente, ovvero $\bar{t} = t_{k-1}$ allora $i(\bar{t}, t_{k-1}) = r(t_{k-1})$, avremmo che il tasso a pronti coinciderà con il tasso di mercato.

Nel caso di un titolo amortinzing, verrà utilizzata la stessa formula sopra indicata e l'importo del capitale $C$ verrà sostituito dall'importo del $D_k$ del debito residuo.

### 3.2.3 Maggiori coperture: Prodotto Collar

Generalmente, chi sottoscrive un contratto IRS mette in atto delle strategie protettive per immunizzarsi dal rischio di ribasso o di rialzo troppo consistente dei tassi di interesse. Si tratta di un prodotto definito collar, che è in grado di offrire maggiori coperture dalle fluttuazioni dei tassi e si basa sullo scambio di opzioni floor e put tra le due controparti.

Con l'opzione floor la banca vende all'Ente una garanzia contro il ribasso dei tassi variabili. Mentre l'opzione cap fissa un tetto massimo alle oscillazioni del tasso variabile verso l'alto. La combinazione tra l'acquisto di un'opzione cap e la vendita di un'opzione put genera un contratto collar, ovvero delimita il corridoio di oscillazione del tasso variabile.

Il contratto collar permette, quindi, di immunizzarsi dal rischio di oscillazione dei tassi, limitando un aumento eccessivo verso l'alto o il basso del tasso di interesse considerato. Come si può notare dalla figura sottostante, nel caso in cui il tasso variabile superi la soglia del 6,50%, scatterà l'opzione cap, al contrario se il tasso variabile diminuisce oltre la soglia del 4,50%, l'acquisto dell'opzione cap non comporterà nessuno beneficio per il soggetto.
La crescente dinamicità delle oscillazioni dei tassi di interesse e la volontà da parte dei soggetti economici di controllare maggiormente l'esposizione a rischi di variazioni sfavorevoli sta stimolando la necessità di ricercare nuove forme di copertura. In questo contesto si inserisce il forward rate agreement ossia il FRA. Lo strumento FRA non è negoziato all'interno di un mercato regolamentato, e quindi appartiene alla classe dei titoli derivati sui tassi di interesse. Il FRA si sostanzia in un accordo tra due soggetti che si impegnano a scambiarsi, in una data futura, un importo monetario avente natura di quota di interesse. Tale importo, è determinato sullo stesso capitale nozionale ed è ottenuto dalla differenza tra l'interesse prodotto su di un tasso variabile e l'interesse prodotto su un tasso fisso. Lo strumento FRA è utile ai fini del controllo di cassa, infatti permette di migliorare la capacità dell'impresa di fronteggiare, ad una data futura, degli impegni finanziari, come ad esempio il pagamento di una merce. Si basa sulla logica del controllo del ciclo di cassa economico-finanziario di medio lungo periodo.

Le quotazioni del FRA avvengono all'interno dei mercati specializzati. Un esempio di quotazione potrebbe essere FRA 3X9, che indica la rilevazione del tasso variabile tra tre mesi dopo la data di stipula del contratto, mentre la data di

57 Tratto dal corso Economia dei Mercati valutari e finanziari, Prof. Trevisan Lucia, a.a. 2011-2012.
scadenza avviene tra nove mesi.

Per quotare un FRA i market maker indicano due livelli di tasso fisso contrattuale:

- il tasso denaro: indica il livello del tasso fisso a cui si dichiarano propensi per acquisto un FRA;
- tasso lettera: indica il tasso a cui sono disposti a vendere il FRA.

Ad esempio, il compratore di un FRA dovrà effettuare le quotazioni al tasso lettera (paga un tasso fisso e riceve un tasso variabile), mentre il venditore incasserà al tasso denaro.

Il flusso di cassa netto per l'acquirente del FRA è determinato dalla seguente formula:

$$\text{Flusso Cassa Netto Acquirente} = (tasso\ variabile - tasso\ fisso) \times N \times giorni / 360$$

dove $N$ è il capitale nozionale di riferimento, i $giorni / 360$ sono i giorni effettivi di durata del contratto, il tutto dovrà essere moltiplicato per la differenza tra il tasso variabile e quello fisso. Il flusso è positivo se il tasso fisso risulta esser maggiore al tasso variabile.

Viceversa, il flusso di cassa netto per il venditore del FRA è così ottenuto:

$$\text{Flusso Cassa Venditore} = (tasso\ fisso - tasso\ variabile) \times N \times giorni / 360$$

in questo caso invece, il flusso ottenuto sarà positivo per il venditore se il tasso fisso risulterà essere maggiore del tasso variabile.

Alla data di liquidazione si procederà al versamento della sola quota differenziale, ottenuta utilizzando uno dei due metodi indicati.

### 3.3 L'equità del valore iniziale del derivato

La determinazione del valore del derivato non è facile da eseguire, infatti, come abbiamo visto, sono indispensabili delle competenze e conoscenze tecniche particolari, elementi non sempre presenti all'interno degli Enti territoriali. Generalmente, la valutazione ai fini della sottoscrizione di contratti derivati è stata delegata a advisor interni agli istituti di credito, che come è spesso capitato, hanno venduto delle coperture finanziarie inadeguate alle esigenze dei loro clienti.
Producendo contratti con orizzonti temporali elevati, anche di trent'anni, e articolati da clausole di alta variabilità legate alle oscillazioni dei tassi di interesse. Negli ultimi anni, in nodo è venuto al pettine, e in Italia si è acceso il dibattito tra le banche e gli Enti locali in materia di derivati, scatenando diversi contenziosi di carattere penale e civile. Il focus del problema è incentrato sulla corretta quantificazione dell'up-front, e sull'analisi dell'idoneità del derivato rispetto agli obiettivi di gestione finanziaria dell'Ente.

3.3.1 La corretta valutazione dell'Up-front

La mancanza di una regolamentazione costruita ad hoc ha favorito lo sviluppo, da parte delle Amministrazioni, al ricorso di strategie politiche di sopravvivenza, conseguenti al taglio dei trasferimenti da parte dell'Erario, al blocco della fiscalità locale, alla continua dilatazione di spese ordinarie e all'osservanza di rigide regole definite dal Patto di Stabilità. Tutti questi elementi hanno favorito il ricorso a titoli di finanza creativa, non per limitare i rischi di tasso o di cambio, quanto piuttosto per perseguire degli obiettivi speculativi di cassa. Il ricorso disinvolto a titoli derivati è avvenuto, generalmente per percepire il premio di liquidità iniziale, senza analizzare le prospettive di perdita o di guadagno futuri.

Il problema del giusto valore iniziale dello swap è affiorato solamente a distanza di alcuni anni dalla data di sottoscrizione. Infatti, per i primi periodi gli Enti credevano di aver fatto dei buoni affari visto le buone somme corrisposte a titolo di up-front. Questa scia positiva della buona scommessa sui tassi di mercato, però si è esaurita nel giro di pochi anni e gli Enti si sono trovati in mano con una patata bollente di grande rilevanza, il cui valore debitorio continuava ad aumentare a ritmi incalzanti. Gli Enti hanno deciso di incaricare dei tecnici esterni in grado smontare le operazioni di finanza derivata sottoscritte. Dalle consulenze è emerso che l'up-front non poteva esser considerato come l'anticipo dei flussi finanziari futuri, ma assimilabile ad vero un finanziamento per l'ente locale. In un mutuo, a differenza di uno swap, il mutuatario è costretto a rimborsare la somma secondo
un piano di ammortamento prefissato, viceversa con lo swap invece, è assunto il rischio di dover restituire un importo superiore a fronte di una remota possibilità di guadagno\textsuperscript{58}. Tale valore dell'up-front è a tutti gli effetti visto come una forma di indebitamento per l'Ente territoriale, una sorta di danno iniziale, meglio conosciuto come costo implicito\textsuperscript{59}. Secondo quanto affermato dalla Corte d'Appello, di Trento "il valore dell'up-front è tanto più alto quanto più negativo è il valore del contratto per il cliente; l'up-front costituisce un pagamento immediato a favore del cliente in ragione dell'accettazione di un rischio maggiore, perché tale up-front rappresenta il pagamento del costo implicito del contratto"\textsuperscript{60}.

Il valore iniziale di un derivato è inizialmente dovrebbe essere in equilibrio finanziario, ossia il valore della gamba fissa e variabile deve essere di segno opposto. In caso di mancato equilibrio è necessario ristabilire il giusto bilanciamento, possibile attraverso l'elargizione dell'up-front. La banca per definire il giusto equilibrio del contratto sfrutta a proprio favore le asimmetrie informative, applicando maggiori tassi e commissioni a carico dei clienti.

Il fair value\textsuperscript{61} dei contratti è determinato attraverso una grandezza quantitativa strettamente correlata al tipo di modello di valutazione scelta dall'analista e dalle ipotesi valutative iniziali. Si tratta, di valutazioni particolarmente critique e fortemente soggettive, desumibili dalle informazioni disponibili nel mercato alla data di valutazione e dipendenti dal modello matematico utilizzato, si tratta di condizioni mutevoli in base all'evoluzione dei tassi di mercato. Infatti, com'è noto, nei modelli quantitativi, delle piccole differenze nella formulazione delle ipotesi


\textsuperscript{60} Corte d’Appello di Trento 5/3/09, tratto da ilcaso.it.

\textsuperscript{61} Fair Value o Valore Equo definito dallo schema di Mef come l’aspettativa del valore finale dell’operazione in derivati calcolata utilizzando una distribuzione di probabilità ponderata in base al rischio.
possono generare delle grandi variazioni in termini di risultati finali. Per limitare le incertezze di valutazione sarebbe opportuno utilizzare delle tecniche di analisi omogenee, al fine attribuire un giudizio coerente rispetto alle informazioni disponibili.

Frequentemente, però, il collocamento dei derivati avviene in circostanze caratterizzate da una significativa asimmetria informativa. Lo squilibrio informativo fra l'intermediario e l'operatore economico si riferisce non solo alla conoscenza del prodotto e dei parametri finanziari in esso contenuti, ma si estende anche sull'andamento dei mercati e ai rischi impliciti contenuti nel derivato.

La condotta omissiva da parte dell'advisor nei confronti del cliente retail, può portare quest'ultimo, contrariamente a quanto disposto dall'art. 21 del T.U.F., alla stipula di contratti, maggiormente profittevoli per la banca.

3.3.2 Swap: il giusto strumento di gestione del debito?

Quasi tutti gli swap sottoscritti dai diversi soggetti pubblici, hanno reso possibile la trasformazione di un debito a tasso fisso, spesso contratto con la Cassa Depositi e Prestiti, in un debito a tasso variabile, con tassi legati alle oscillazioni del mercato. L'Ente ha iniziato a rinegoziare i propri debiti per finanziare la propria perdita e non per esigenze di copertura. La ristrutturazione del debito, come abbiamo visto nel capitolo precedente, impone il rispetto di determinate condizioni del contenimento di passività a carico degli Enti. Con la sottoscrizione, le Amministrazioni, hanno potuto beneficiare di una somma corrisposta a titolo di liquidità e spostare più avanti nel tempo i loro impegni debitori riducendo, così, il valore della quota da rimborsare, con effetti apparentemente positivi nel breve periodo, ma fortemente dannosi per il futuro.

Purtroppo, i titoli derivati sottoscritti, al loro interno contengono delle clausole invisibili di carattere speculativo. Ad esempio definisce il soggetto sottoscrittore

---

62 Art. 21 capo 1 comma a, Capo II del T.U.F. "nella presentazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l’interesse del cliente e per l’integrità dei mercati."
come operatore qualificato, esperto di finanza, oppure fa sostenere all’Ente maggiori costi impliciti. La natura dello strumento di copertura del rischio, evidenzia la possibilità di beneficiare delle variazioni favorevoli della variabile coperta. Lo swap consente di trasformare un mutuo da tasso variabile a fisso, bloccando il costo dell’indebitamento, proteggendo dal rialzo dei tassi e impedendo il ribasso dei tassi di interesse. Dallo scoppio della bolla speculativa le fluttuazioni del mercato sono divenute meno prevedibili e maggiormente incerte le scommesse di lungo periodo sui tassi di interesse.

Sotto questa prospettiva si colloca la Liability management, una gestione, che se correttamente applicata, permette all’Ente di sfruttare a proprio vantaggio le oscillazioni dei tassi di interesse, in base alle aspettative future di mercato e alle proprie posizioni debitorie. Per portare a termine questa strategia è necessario aver chiari gli strumenti da utilizzare e gli obiettivi da perseguire, al fine di intraprendere scelte oculate che non espongano l’Amministrazione a rischi e costi troppo onerosi. Questo modello di implementazione è attuato anche dal comune di Treviso, all’interno del quale vi è un ufficio, che effettua un monitoraggio giornaliero dell’andamento dei tassi di mercato e li relaziona alle clausole contrattuali, in modo da modificarle, se e quando possibile, a proprio vantaggio.

Nonostante un'accurata analisi delle variabili, però, non è possibile eliminare del tutto l'aleatorietà inserita nel contratto stesso, ma solo contenere il rischio dei rialzi e dei ribassi troppo onerosi dei tassi. I contratti derivati possono esser utilizzati per mettere in atto delle strategie di copertura, l'associando le opzioni cap e floor al fine di contenere le oscillazioni del tasso variabile entro un range ritenuto sopportabile dai bilanci dell’Ente.

64 Tratto da Liability management negli Enti locali di Anzilli, D’Agostino, Guliermi.
4 Capitolo: Casi di studio

4.1 Verso gli Plain Vanilla Swap

Il Plain Vanilla swap è il contratto derivato maggiormente regolamentato nel nostro ordinamento giuridico. Esso consiste, come abbiamo visto, in uno scambio tra un tasso fisso verso un tasso variabile, nel quale entrambe le parti si impegnano a versare un flusso finanziario calcolato sulla base o di un tasso fisso o di un tasso variabile legato al valore del capitale nozionale di riferimento.

4.1.1 Caso pratico: da tasso fisso a tasso variabile

Al fine di comprendere al meglio nel dettaglio l’architettura dello strumento derivato è stata pensata una esemplificazione della dinamica di un contratto Plain vanilla swap. Si ipotizza il pagamento di uno swap di durata di due anni alle seguenti caratteristiche:

- Tasso fisso pari al 5,00%;
- Tasso variabile indicizzato al Libor a 6 mesi;
- Il capitale nozionale pari ad un importo N;
- L’Ente locale incassa cedole a tasso variabile e le paga al tasso fisso.

Si suppone inoltre, che i primi flussi finanziari inizieranno a produrre effetti a partire dal 01.06.2005. Al momento della stipula, sono noti i flussi dei tassi fissi, mentre restano incerti, fino al loro momento effettivo di manifestazione, quelli variabili, perché allacciati alle oscillazioni del tasso Libor a 6 mesi.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Data</th>
<th>Tasso Fisso a debito</th>
<th>Tasso Variabile a credito</th>
<th>Flusso E.L.</th>
<th>Flusso Banca</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>01/06/05</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>01/06/05</td>
<td>5,00%</td>
<td>5,10%</td>
<td>+0,10%+ N</td>
<td>+0,10%+ N</td>
</tr>
<tr>
<td>01/01/06</td>
<td>5,00%</td>
<td>5,00%</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>01/06/06</td>
<td>5,00%</td>
<td>4,50%</td>
<td>-0,50%+ N</td>
<td>+0,50%+ N</td>
</tr>
<tr>
<td>01/01/07</td>
<td>5,00%</td>
<td>4,20%</td>
<td>-0,80%+ N</td>
<td>+0,80%+ N</td>
</tr>
<tr>
<td>01/06/07</td>
<td>5,00%</td>
<td>3,90%</td>
<td>-1,10%+ N</td>
<td>+0,10%+ N</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Illustrazione 3: Quote di interessi netti
Come si può notare dalla tabella, Plain vanilla può esser considerato come uno strumento di copertura o di speculazione legato alle oscillazioni dei tassi di interesse. Infatti sull'Ente locale, al momento della stipula, gravano degli oneri finanziari determinati al tasso fisso del 5,00%. L'importo degli oneri a carico della banca sono determinati secondo il tasso variabile e vanno da un range di 5,10% ad un minimo di 3,90%.

Dalla tabella possiamo notare la voce Flusso Ente Locale, che rappresenta la quota di interesse che effettivamente l'Ente sarà chiamato a sborsare. Tale importo è determinato così facendo:

\[ \text{Flusso E.L.} = -(i_f \times N) + (i_v \times N) \]

Dove \(N\) è il capitale nozionale, \(i_f\) il valore del tasso fisso e \(i_v\) la percentuale del tasso variabile. Sostituendo otteniamo che:

\[ \text{Flusso E.L.} = (i_v - i_f) \times N \]

ovvero la differenza tra il tasso variabile a credito e fisso debito, dovranno esser moltiplicati per l'importo del capitale \(N\) al fine di ottenere l'importo a carico dell'Ente locale.

Diversamente il flusso della per la banca è così determinato:

\[ \text{Flusso Banca} = (i_f - i_v) \times N \]

Con il contratto Plain vanilla swap l'Ente ha potuto beneficiare della riduzione del costo dell'indebitamento, migliorando così la sua posizione. L'importo della cedola da pagare in capo all'Ente è pari alla differenza tra quella a debito (a tasso fisso) e quella a credito (a tasso variabile). Grazie a questo strumento, l'Ente ha avuto la possibilità di trasformare un debito a tasso fisso del 5,00% in un debito a tasso variabile, il quale nella migliore delle ipotesi garantisce un risparmio pari a 1,10 punti percentuali, e nel caso peggiore un pagamento pari a 0,80% di oneri sul capitale nozionale. Con questa manovra speculativa l'Ente è riuscito a migliorare la propria posizione, dovrà sostenere infatti, minori oneri finanziari.
4.1.2 *Caso pratico: trasformazione di tasso da variabile a fisso*

Lo swap permette di bloccare l'onerosità del debito congelando il tasso di riferimento, come si può osservare dalla seguente ipotesi di caso. Si supponga, ad esempio, che un Ente locale abbia contratto un mutuo di 3 anni con rimborsò annuale delle quote a partire dall'anno successivo e che vengano applicate le clausole sotto riportate. L'Ente ha:

- Contratto un mutuo passivo al tasso fisso dell'8,00%;
- Stipulato con un intermediario un Vanilla swap, nel quale incassa un tasso fisso pari al 7,50% e paga un tasso variabile pari al Libor a 6 mesi.

Le cedole sono determinate moltiplicando il tasso al valore residuo dell'importo a debito. Nella tabella sottostante possiamo notare come l'Ente locale sia riuscito a modificare la propria posizione debitoria netta, passando dal pagamento di interesse sul mutuo al tasso fisso dell'8,00% ad un'uscita indicizzata al tasso Libor sullo stesso capitale.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Data</th>
<th>Flusso a debito Mutuo</th>
<th>Flusso Swap</th>
<th>Flusso Netto E.L.</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>01/01/05</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>01/01/06</td>
<td>8,00%</td>
<td>+(7,50%+ Libor 6M)</td>
<td>-(Libor6M+0,50%)</td>
</tr>
<tr>
<td>01/01/07</td>
<td>8,00%</td>
<td>+(7,50%+ Libor 6M)</td>
<td>-(Libor6M+0,50%)</td>
</tr>
<tr>
<td>01/01/08</td>
<td>8,00%</td>
<td>+(7,50%+ Libor 6M)</td>
<td>-(Libor6M+0,50%)</td>
</tr>
</tbody>
</table>

*Illustrazione 4: Da tasso fisso a tasso variabile*

In questa ipotesi di caso il flusso netto di oneri finanziari a carico dell'Ente è così determinato:

\[
\text{Flusso E.L.} = -(i_F) + (i_v + \text{Libor 6M})*N
\]

dove \( i_F \) rappresenta il tasso fisso a debito per l'Ente locale e \( i_v \) il tasso variabile del 7,50% più il Libor a 6 mesi. In questo caso, l'Ente è riuscito a sostenere un minor costo di interessi passivi finanziari, grazie ai benefici dello swap è riuscito a diminuire il valore del tasso fisso, trasformandolo in un tasso variabile indicizzato al Libor a 6 mesi maggiorato della percentuale dello 0,50%, ottenuta dalla differenza tra il tasso fisso dell'8% e quello variabile del 7,50%.
Se invece, ipotizziamo il caso opposto, determinando sempre allo stesso modo il flusso netto del pagamento delle quote di interesse, e considerando il pagamento di un tasso variabile e trasformato in un tasso fisso del 5,00%, potremmo osservare le seguenti dinamiche:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Data</th>
<th>Tasso Variabile debito Mutuo</th>
<th>Tasso Variabile a credito</th>
<th>Flusso Netto E.L.</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>01/01/05</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>01/01/06</td>
<td>-(7,50% + Libor 6M)</td>
<td>+5,00% + Libor 6M</td>
<td>-2,50%</td>
</tr>
<tr>
<td>01/01/07</td>
<td>-(7,50% + Libor 6M)</td>
<td>+5,00% + Libor 6M</td>
<td>-2,50%</td>
</tr>
<tr>
<td>01/01/08</td>
<td>-(7,50% + Libor 6M)</td>
<td>+5,00% + Libor 6M</td>
<td>-2,50%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

*Illustrazione 5: Da tasso variabile a fisso*

In questo caso l’Ente è riuscito a bloccare, con l’uso del tasso variabile l’importo degli oneri finanziari al 2,50% contro il 7,50% maggiorato del Libor 6 a 6 mesi. Lo swap è uno strumento di copertura del rischio, ma non del tutto compensativo. Infatti in alcuni casi, gli oneri non sono stati annullati, ma solo ridotti. Una perfetta compensazione è possibile solamente calcolando gli interessi su di uno stesso capitale e conteggiando nella stessa maniera i giorni, situazione che accadere solitamente al pagamento del primo flusso cedolare e se il capitale nozionale dello swap è identico al valore del capitale preso a prestito tramite il mutuo. Generalmente il flusso dello swap viene calcolato in riferimento al capitale nozionale, mentre il normale processo di ammortamento del mutuo sul capitale residuo. Possiamo quindi affermare, che difficilmente il flusso della cedola netta comporta maggiori risparmi per il cliente, in quanto gli oneri vengono calcolati su importi differenti.

### 4.2 Comuni del Salento

Di seguito verrà analizzato un contratto IRS associato al prodotto collar, il quale presenta delle caratteristiche contrattuali, simili a quelle sottoscritte da alcune
Amministrazioni locali del Salento\textsuperscript{65}.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Capitale Nozionale</th>
<th>3.000.000,00 Euro ammortizzato in quote costanti, semestrali;</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Data di negoziazione</td>
<td>29.06.07</td>
</tr>
<tr>
<td>Data iniziale</td>
<td>31.12.06</td>
</tr>
<tr>
<td>Scadenza contratto</td>
<td>31.12.16</td>
</tr>
<tr>
<td>Tasso E.L.</td>
<td>Dal 31.12.07 al 30.06.09: 3,50% spread compreso;</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Dal 01.07.09:</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>• 3,50% + spread se Euribor 6 mesi è minore o uguale al 3,50%;</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>• Euribor a 6 mesi + spread se compreso tra 3,50% e 5,80%;</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>• 5,80% + spread se Euribor a 6 mesi è superiore o uguale al 5,80%.</td>
</tr>
<tr>
<td>Base tasso E.L.</td>
<td>Giorni effettivi/360</td>
</tr>
<tr>
<td>Spread tasso E.L.</td>
<td>0,36%</td>
</tr>
<tr>
<td>Tasso Banca</td>
<td>4,40%</td>
</tr>
<tr>
<td>Base tasso Banca</td>
<td>30/360</td>
</tr>
<tr>
<td>Up- front</td>
<td>33.442 euro a favore dell’Ente locale.</td>
</tr>
</tbody>
</table>

4.2.1.1 *Analisi tecnica dello Swap*\textsuperscript{66}

Si tratta di un contratto IRS di durata decennale, il cui ammontare del capitale nozionale è pari a 3.000.000,00 euro, con rimborso del capitale in rate costanti, a partire dall' 01.07.09. Il valore delle cedole, a carico dell’Ente, saranno per i primi due anni determinate in base al tasso fisso di interesse, pari al 3,50%. Successivamente, a partire dall' 01.07.09 verranno indicizzate al tasso Euribor a 6 mesi.

\textsuperscript{65} Tratto da Matematicamente.it, numero 16 dicembre 2011, 165. *Considerazioni sulla valutazione di un interest rate swap di* D'Agostino e Guglielmi.

\textsuperscript{66} Ai fini dell'analisi tecnica si è ritenuto opportuno ritoccare alcuni valori rispetto al caso reale.
mesi maggiorate di uno spread pari a 36 punti base, purché non siano inferiori al tasso floor di 3,50% o superiori all'opzione cap 5,80%. Il superamento dell'opzione cap, comporterà il pagamento di un tasso di interesse pari alla somma della soglia cap (5,80%) più lo spread, mentre un tasso inferiore all'opzione floor comporta il pagamento di un tasso di interesse pari a 3,86%, determinati dalla somma del tasso di riferimento con lo spread.

Con l'opzione collar l'Ente si copre, quindi dal rialzo dei tassi di interesse limitando, l'aggravarsi degli oneri finanziari, e nel contempo rinuncia al beneficio del ribasso dei tassi di interesse. Il tasso debitorio, a partire dal 01.07.09, verrà modificato e risulterà definito dalla seguente relazione:

\[
J(t_{k-1},t_{k})=\begin{cases} 
3,50%+0,36 \quad \text{se} \quad r(t_{k-1}) \leq 3,50% \\
r(t_{k-1}) + 0,36% \quad \text{se} \quad 3,50% < r(t_{k-1}) < 5,80% \\
5,80% + 0,36% \quad \text{se} \quad r(t_{k-1}) \geq 5,80% 
\end{cases}
\]

Al contrario la banca si impegna a versare delle quote di interesse costanti al tasso del 4,40%, determinate sul capitale nozionale.

### I Comuni del Salento

![Illustrazione 6: Comuni del Salento](image-url)

Come rappresentato dalla figura sopra, si può notare, che l'area guadagno per la banca, indicata in verde, è determinata dalla zona compresa tra il tasso fisso e l'opzione cap, mentre l'area compresa tra l'opzione floor e il tasso fisso...
rappresenta un beneficio per l'Ente pubblico, indicato in rosa. Pertanto, possiamo affermare che la banca ha, almeno in apparenza, più probabilità di un andamento in suo favore rispetto all'Ente locale.

Il contratto, inoltre prevede a favore dell'Ente locale un up-front di ammontare pari a 33.442 euro, valore che verrà giustificato in corso di analisi.

4.2.1.2 Valutazione dell'operazione alla data di sottoscrizione

Alla stipulazione del contratto è indispensabile effettuare delle analisi approfondite, volte ad individuare la veridicità di quanto sottoscritto. La banca ha corrisposto all'Ente locale a titolo di acconto, l'up-front pari a 33.442 euro. Tale importo è determinato attraverso le valutazioni prospettiche dei flussi finanziari attesi definiti dal mark to marker dell'operazione. Valutare coerentemente il valore dell'operazione finanziaria è molto importante, spesso avviene che gli Enti territoriali si fidino troppo delle consulenze degli advisor interni agli istituti di credito. Nella tabella sottostante vengono riportati i flussi cedolari stimati, sia a carico dell'Ente locale, sia a carico della banca. La differenza tra i flussi dovrà esser attualizzata al momento della stipulazione.
Il contratto prevede il rimborso del prestito in rate costanti semestrali per trenta anni di ammontare pari a 150.000 euro, con cadenza il 30.06 e il 31.12.

L'importo della quota di interesse per la banca, meglio conosciuta come gamba fissa, si ottiene, per tutto il periodo, così facendo:

\[
\text{Cedola Banca} = Dk \ast i \ast \text{day count}(30/360)
\]

dove \(Dk\) rappresenta il debito residuo del periodo precedente, \(i\) è il tasso fisso, e il \text{day count} è determinato dai giorni banca che sono a pari a 180 su 360.

Più complicato risulta, invece, essere la determinazione dell'importo degli interessi che l'Ente dovrà corrispondere, il cui ammontare risulta così determinato:

### Illustrazione 7: MtM iniziale Comuni del Salento

<table>
<thead>
<tr>
<th>Data di Valutazione</th>
<th>Capitale da Rimborsare</th>
<th>Tasso a Termine su base annuale</th>
<th>Tasso Applicato</th>
<th>Act/360</th>
<th>Cedola Banca</th>
<th>Cedola EL</th>
<th>Differenza tra cedole</th>
<th>Differenza tra Cedole attualizzate</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>30/06/07</td>
<td>3.000.000</td>
<td>3,450%</td>
<td>0,511</td>
<td>66.000</td>
<td>52.900</td>
<td>13.100</td>
<td>13.667</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31/12/07</td>
<td>2.850.000</td>
<td>3,450%</td>
<td>0,511</td>
<td>62.700</td>
<td>49.709</td>
<td>12.991</td>
<td>13.581</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>30/06/08</td>
<td>2.700.000</td>
<td>3,450%</td>
<td>0,511</td>
<td>59.400</td>
<td>47.610</td>
<td>11.790</td>
<td>12.326</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31/12/08</td>
<td>2.550.000</td>
<td>3,450%</td>
<td>0,511</td>
<td>56.100</td>
<td>44.232</td>
<td>11.868</td>
<td>12.424</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>30/06/09</td>
<td>2.400.000</td>
<td>3,450%</td>
<td>0,511</td>
<td>52.800</td>
<td>42.818</td>
<td>10.982</td>
<td>11.018</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31/12/09</td>
<td>2.250.000</td>
<td>5,085%</td>
<td>0,511</td>
<td>62.376</td>
<td>-9.576</td>
<td>-10.018</td>
<td>-10.592</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>30/06/10</td>
<td>2.100.000</td>
<td>5,101%</td>
<td>0,503</td>
<td>49.500</td>
<td>57.705</td>
<td>-8.205</td>
<td>-8.592</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31/12/10</td>
<td>1.950.000</td>
<td>5,109%</td>
<td>0,511</td>
<td>46.200</td>
<td>54.937</td>
<td>-8.737</td>
<td>-9.038</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>03/06/11</td>
<td>1.800.000</td>
<td>5,117%</td>
<td>0,503</td>
<td>42.900</td>
<td>50.168</td>
<td>-7.268</td>
<td>-7.612</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31/12/11</td>
<td>1.650.000</td>
<td>5,125%</td>
<td>0,511</td>
<td>39.600</td>
<td>47.150</td>
<td>-7.550</td>
<td>-7.902</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>30/06/12</td>
<td>1.500.000</td>
<td>5,133%</td>
<td>0,506</td>
<td>36.300</td>
<td>42.818</td>
<td>-6.518</td>
<td>-6.825</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31/12/12</td>
<td>1.350.000</td>
<td>5,142%</td>
<td>0,511</td>
<td>33.000</td>
<td>39.422</td>
<td>-6.422</td>
<td>-6.722</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>30/06/13</td>
<td>1.200.000</td>
<td>5,150%</td>
<td>0,503</td>
<td>29.700</td>
<td>34.956</td>
<td>-5.256</td>
<td>-5.506</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31/12/13</td>
<td>1.050.000</td>
<td>5,159%</td>
<td>0,503</td>
<td>26.400</td>
<td>31.126</td>
<td>-4.726</td>
<td>-4.951</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>30/06/14</td>
<td>900.000</td>
<td>5,167%</td>
<td>0,511</td>
<td>23.100</td>
<td>27.730</td>
<td>-4.630</td>
<td>-4.847</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31/12/14</td>
<td>750.000</td>
<td>5,178%</td>
<td>0,503</td>
<td>19.800</td>
<td>23.430</td>
<td>-3.630</td>
<td>-3.804</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>30/06/15</td>
<td>600.000</td>
<td>5,188%</td>
<td>0,511</td>
<td>16.500</td>
<td>19.887</td>
<td>-3.387</td>
<td>-3.547</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31/12/15</td>
<td>450.000</td>
<td>5,198%</td>
<td>0,503</td>
<td>13.200</td>
<td>15.681</td>
<td>-2.481</td>
<td>-2.600</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>30/06/16</td>
<td>300.000</td>
<td>5,209%</td>
<td>0,506</td>
<td>9.900</td>
<td>11.850</td>
<td>-1.950</td>
<td>-2.044</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31/12/16</td>
<td>150.000</td>
<td>5,220%</td>
<td>0,511</td>
<td>6.600</td>
<td>8.004</td>
<td>-1.404</td>
<td>-1.471</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Totale: -33.482
Anche in questo caso, l'importo sul quale viene determinato il valore degli interessi, è calcolato sul totale del debito residuo \( Dk \).

Diversificata, sarà invece la determinazione del tasso di interesse, dove per i primi due anni, come indicato dal contratto, sarà pari a 3,45%, tale quota è ottenuta dalla somma tra il tasso di riferimento 3,50% lo spread di 36 punti base. A partire, invece, dal 01.07.09 il tasso di interesse applicato viene determinato, così facendo:

\[
Tasso\ Applicato = Tasso\ a\ termine\ di\ base\ annua + \text{spread}
\]
dove il \( Tasso\ a\ termine\ su\ base\ annua \) rappresenta il tasso di riferimento, che in questo caso è il tasso Euribor a 6M maggiorato del valore dello spread. Possiamo, inoltre notare, come i tassi attesi Euribor a 6 mesi, non siano mai superiori alla soglia definita dal cap. In questo contesto, la situazione finanziaria degli oneri risulta esser contenuta per l'Ente locale, infatti il tasso massimo previsto sarà pari a 4,86%.

Il \textit{day count} è definito in base ai giorni effettivi di calendario su 360.

La \textit{differenza cedolare} è determinata tramite la sottrazione tra la gamba variabile e fissa e viene calcolata attraverso la seguente formula:

\[
Differenza\ Cedolare\ Attualizzata = Diff.\ Cedolare \times \left(1 + \frac{is}{act/360}\right)
\]

In questo caso quota di interesse verrà attualizzata in base al tasso a termine, trasformato su base semestrale\(^67\), determinato secondo la seguente uguaglianza:

\[
1 + i = (1 + is)^m
\]

si ottiene perciò:

\[
is = (\left(1 + i\right)^{1/2}) - 1
\]

Determinato il tasso semestrale si può procedere alla determinazione del valore delle quote attualizzate, la cui somma rappresenta il valore a favore dell'Ente a titolo di up-front.

Con l'acquisto di titoli derivati gli Enti locali hanno potuto beneficiare inizialmente di diversi vantaggi, tra i quali anche l'elargizione della somma a titolo di acconto, utile per sistemare i conti di bilancio. Al momento della stipula

\(^{67}\) Tratto dal Introduzione alla Matematica Finanziaria di A. Basso e P. Pianica, edizione Cedam 2010.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Data Valutazione</th>
<th>Capitale Nozionale</th>
<th>Euribor</th>
<th>Tasso Applicato</th>
<th>Act/360</th>
<th>CG banca</th>
<th>Cedola Banca</th>
<th>Cedola EL</th>
<th>Differenza cedole</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>30/06/07</td>
<td>3.000.000</td>
<td>-</td>
<td>3,450%</td>
<td>0,511</td>
<td>0,500</td>
<td>62.700</td>
<td>50.255</td>
<td>12.445</td>
</tr>
<tr>
<td>31/12/07</td>
<td>2.850.000</td>
<td>-</td>
<td>3,450%</td>
<td>0,506</td>
<td>0,500</td>
<td>59.400</td>
<td>47.093</td>
<td>12.308</td>
</tr>
<tr>
<td>30/06/08</td>
<td>2.700.000</td>
<td>-</td>
<td>3,450%</td>
<td>0,511</td>
<td>0,500</td>
<td>56.100</td>
<td>44.965</td>
<td>11.135</td>
</tr>
<tr>
<td>31/12/08</td>
<td>2.550.000</td>
<td>-</td>
<td>3,450%</td>
<td>0,503</td>
<td>0,500</td>
<td>52.800</td>
<td>41.630</td>
<td>11.170</td>
</tr>
<tr>
<td>30/06/09</td>
<td>2.400.000</td>
<td>1,322%</td>
<td>3,450%</td>
<td>0,503</td>
<td>0,500</td>
<td>50.500</td>
<td>41.344</td>
<td>9.156</td>
</tr>
<tr>
<td>31/12/09</td>
<td>2.250.000</td>
<td>0,994%</td>
<td>3,860%</td>
<td>0,511</td>
<td>0,500</td>
<td>49.500</td>
<td>40.349</td>
<td>9.151</td>
</tr>
<tr>
<td>30/06/10</td>
<td>2.100.000</td>
<td>1,041%</td>
<td>3,860%</td>
<td>0,503</td>
<td>0,500</td>
<td>46.200</td>
<td>35.666</td>
<td>10.534</td>
</tr>
<tr>
<td>31/12/10</td>
<td>1.950.000</td>
<td>1,227%</td>
<td>3,860%</td>
<td>0,511</td>
<td>0,500</td>
<td>42.900</td>
<td>31.431</td>
<td>11.469</td>
</tr>
<tr>
<td>03/06/11</td>
<td>1.800.000</td>
<td>1,788%</td>
<td>3,860%</td>
<td>0,503</td>
<td>0,500</td>
<td>39.600</td>
<td>30.844</td>
<td>8.756</td>
</tr>
<tr>
<td>31/12/11</td>
<td>1.650.000</td>
<td>-</td>
<td>3,860%</td>
<td>0,511</td>
<td>0,500</td>
<td>36.300</td>
<td>35.512</td>
<td>788</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Totale** 55.755

**Illustrazione 8: Comuni del Salento: Flussi finanziari al 31.12.2011**

Il valore delle cedola a capo della banca è ottenuto:

\[
\text{Cedola Banca} = Dk \times i \times gg \text{ banca}
\]

nel quale \( Dk \) è il debito residuo del periodo considerato, \( i \) è il tasso di interesse fisso, pari al 4,40\% per tutto il periodo e \( gg \text{ banca} \) sono determinati tenendo conto dell'anno commerciale.

Il valore della cedola a carico dell'Ente locale è determinata

\[
\text{Cedola Ente} = Dk \times i \times \text{act/360}
\]
Il valore degli oneri a carico dell'Ente sono determinati, considerando il tasso variabile, che per i primi quattro semestri, ossia fino al 30.06.2009, è pari al 3,45%, mentre a partire dal 01.07.2009 è determinato secondo la struttura collar fino alla fine del finanziamento. Il tasso variabile è relazionato al tasso di riferimento di periodo, che è pari a 3,45% maggiorato del valore dello spread pari a 0,36%, il quale è a sua volta legato alle oscillazioni di periodo del tasso Euribor a 6 mesi.

Il valore degli interessi variabili, a capo dell'Ente, in base al tasso Euribor a 6 mesi, sono determinati in base alle seguente formula:

\[ J_k = D_k \left[ s^+ s_1^+ \max\{0; (i(t, t_{k-1}, t_k) - s_1)\} - \max\{0; (i(t, t_{k-1}, t_k) - s_2)\} \right] \text{Act/360} \]

dove \( s^+ \) rappresenta lo spread pari allo 0,36%, \( s_1 \) è il limite inferiore floor, e viceversa \( s_2 \) il limite cap. Attraverso il grafico sottostante è possibile notare che il tasso fisso inizialmente applicato al contratto presentava un buon margine di vantaggio per l'Ente locale. A partire dal quinto anno, invece l'Ente ha iniziato a sostenere di maggiori tassi di interesse, per via dell'opzione collar.

Attraverso questa analisi possiamo quindi, confrontare l'effettivo dispiegarsi dei fatti finanziari di nostro interesse. Infatti è possibile verificare, con dei semplici calcoli come l'andamento del titolo derivato sia effettivamente a favore dell'Ente locale e abbia maturato un valore positivo di up-front pari a 55.755 euro, ottenuto facendo la somma della differenza tra le cedole a credito e a debito per l'Ente.

Dallo schema sottostante possiamo valutare l'andamento dei tassi interesse del contratto appena analizzato. A vista d'occhio si può vedere come il tasso di interesse applicato alla banca sia sempre costante. Mentre il tasso applicato a debito per l'Ente per i primi anni è inferiore all'opzione floor, e quindi, gli consente di ottenere un buon margine positivo di guadagno. Tale margine servirà a coprire il maggior costo dell'indebitamento a partire dalla quinta quota di interesse a debito. Inoltre, il tasso applicato si mantiene sempre all'interno del corridoi collar.
### 4.2.2 Considerazioni sull’uso dell’IRS combinato al prodotto collar

Nel corso del monitoraggio puntuale dell’andamento dei flussi finanziari dei titoli swap sottoscritti è importante tenere sotto controllo sia le oscillazioni dei tassi di interesse impliciti forward, sia le variabili economiche esogene rispetto alla banca all’Ente stesso, come per esempio il declassamento del rating dei titoli di uno Stato, o di un istituto di credito o dei Paesi non direttamente coinvolti, ma inseriti nello stesso mercato di riferimento.

La valutazione del mark to market dipende dal modello utilizzato, dalla scelta dei parametri, dalle stime effettuate e dall’andamento futuro dei tassi di mercato. È quindi necessario aver ben chiari gli obiettivi da perseguire e quali strumenti si hanno a disposizione per effettuare gli opportuni monitoraggi, al fine di limitare rischi e costi troppo onerosi.

In questo caso di studio, si è potuto illustrare come un titolo IRS possa esser utilizzato da un Ente combinandolo ad un prodotto collar. In questa situazione, l’Ente locale ha potuto sottoscrivere un titolo derivato e nel contempo contenere l’oscillazione del tasso variabile entro un certo range, definite dalle opzioni cap e

![L'andamento dei tassi](image)

*Illustrazione 9: Comuni del Salento: andamento dei tassi*
floor.

4.2.3 Le rimodulazioni dei contratti Swap

Un rilevante numero di Enti locali italiani hanno fatto ricorso al mercato dei titoli derivati, come consentito dalla legge del 2002 e successive, con l'obiettivo principale di ridurre i costi dei debiti contratti. Purtroppo, per diversi Enti la situazione non è andata come prospettato e in diversi casi hanno far fronte ad oneri finanziari aggiuntivi. Spesso le banche italiane ed estere hanno ricoperto il ruolo di consulente finanziario in nome e per conto delle Amministrazioni, creando delle situazioni di conflitto di interesse tra la loro normale attività e la gestione del bene comune.

Gli advisor hanno convinto gli Enti a sottoscrivere dei contratti apparentemente vantaggiosi nel breve periodo, ma purtroppo nel giro di un paio d'anni lo scenario si è drasticamente capovolto. Gli Enti hanno dovuto gestire un indebitamento difficilmente controllabile, che non lasciava via d'uscita, se non tramite la rimodulazione del debito stesso.

In questa situazione si è trovato anche il Comune di Ferrara, il quale nel giro di un paio d'anni ha ritoccato più volte il contratto stipulato inizialmente, arrivando a bruciare con l'acquisto del derivato Dexia un ammontare pari a 2,5 milioni di euro in due anni e mezzo. 

4.2.3.1 Il Comune di Ferrara

Il Comune di Ferrara è entrato nel vortice dei derivati con la delibera, firmata dal Consiglio Comunale, P.G. 16/28603 del 18 novembre del 2002. La delibera approvava un programma strategico per la riduzione degli oneri finanziari dei precedenti mutui. L'attività speculativa comunale prevedeva l'acquisto di un

68 Fonte www.ferrara24ore.it, Le accuse di Tavolazzi sui derivati pubblicato il 20 luglio 2012

69 Tratto dal sito www.comune.fe.it, parte delle informazioni sono state raccolte consultando gli atti dei contratti.
derivato il cui valore del sottostante ammontava ad un valore pari a 50.850.00,00 euro: si trattava di un contratto IRS a tasso variabile, sottoscritto con la Dexia Creditop S.p.a.. Le caratteristiche del contratto sono state sintetizzate nella tabella sottostante:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Tasso Banca</th>
<th>Fisso 4,88%</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Tasso E.L.</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Nel 2002 tasso fisso al 2,00%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Nel 2003 tasso fisso al 3,83%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Dal 2003 al 2006</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>• 6,19% se Euribor &lt; 2,89%;</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>• Euribor + spread se compreso tra 2,89% e 5,85%;</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>• 6,77% se Euribor è superiore o uguale al 5,85%.</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Dal 2006 in poi Euribor +1,20%</td>
</tr>
<tr>
<td>Spread</td>
<td>0,92%</td>
</tr>
<tr>
<td>Up-front iniziale a favore E.L.</td>
<td>290.000,00 euro</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Inizialmente, nel primo semestre del 2002, il Comune ha accumulato dei differenziali positivi pari a 748.554,00 euro valore che si è andato riducendo nel 2003 a 514.853,00 euro.

Nell'estate del 2003 il contratto, apparentemente positivo, fu ricontrattato e al suo posto ne venne sottoscritto un altro, il cui ammontare era pari a 45.799.065,84 euro a tasso variabile. In questo caso l'up-front fu pari a zero, infatti la controparte dichiarò un valore di mark to market nullo. La banca poteva sempre beneficiare di un tasso debito fisso, mentre per l'Ente il valore era sempre variabile e leggermente superiore, come si può notare nel prospetto sottostante:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Tasso Banca</th>
<th>Fisso 4,88%</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>• 4,84% + (1,99- Euribor 6M) se Euribor 6M &lt; 1,99%;</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>• 4,84% se Euribor 6M &gt; 1,99%.</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Dal 31.12.04 al 30.06.12:</td>
</tr>
</tbody>
</table>
L’Ente inoltre, sottoscrive una clausola nel quale dichiara di essere un operatore qualificato. Alla fine del 2004 il differenziale delle cedole banca e Ente era pari a 18.263,00 euro, peggiore fu l’andamento nel 2005 il cui valore risultava esser negativo toccando -168.925,00 euro. Visto il forte peggioramento della situazione, il Comune decise di rimodulare anche il secondo contratto. Nel dicembre del 2005 venne sottoscritto un nuovo mutuo del valore di 47.790.000,00 euro a tasso variabile e anche in questo caso all’Ente non venne corrisposta nessuna somma a titolo di liquidità. L’interesse debitorio a carico della banca è aumentato al 6,00% e il tasso a debito a carico del Comune prevedeva la modalità collar.


<table>
<thead>
<tr>
<th>Anni</th>
<th>I° Derivato</th>
<th>II° Derivato</th>
<th>III° Derivato</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>50.850.000</td>
<td>45.799.066</td>
<td>47.790.000</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>290.000</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Anni</td>
<td>Differenziale per anno</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2002</td>
<td>748.554</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2003</td>
<td>514.853</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>18.263</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>-168.925</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>47.907</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>116.884</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2008</td>
<td>43.516</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2009</td>
<td>-268.090</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2010</td>
<td>-1.207.315</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2011</td>
<td>-953.200</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Differenziali totali</td>
<td>1.263.407</td>
<td>-150.662</td>
<td>-2.220.297</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Illustrazione 10: Comune di Ferrara: differenziali dei diversi derivati**
Il differenziale negativo del 2009 pari a 1.207.314 euro è da ricondursi allo scoppio della crisi economico-finanziaria, così come l'andamento del 2010, dove il tasso Euribor a sei mesi è sceso sotto la soglia del 4,14%, facendo accumulare all'Ente dei differenziali negativi. Il Comune a partire dal 2011 inizia un percorso di ritrattazione del titolo derivato, al fine di trovare una via d'uscita, purtroppo vanificata. Così nel maggio del 2012 decise di intraprendere la stessa strada seguendo il modello della Causa Pilota dell'Amministrazione di Pisa, ricorrendo all'apertura di un contenzioso giudiziario.

L'esposto che l'Ente ha deciso di presentare al Tribunale si basa su tre fattori critici:

- I costi impliciti sostenuti dall'Ente e non indicati in sede contrattuale;
- La dichiarazione da parte dell'Ente di operatore qualificato, che va contro a quanto definito dal T.U.F.;
- La scelta dell'istituto di credito avvenuta senza effettuare una gara ufficiale di appalto.

4.3 Il caso Long Term Collar Swap

Il contratto Collar swap\textsuperscript{70} è generalmente il più utilizzato dagli Enti locali. Esso permette a una banca e a un Ente locale di scambiare periodicamente un tasso di interesse tasso fisso verso uno di variabile, la cui percentuale è collocata all'interno di un corridoio di oscillazione. Gli interessi possono essere determinati o sul medesimo capitale di riferimento o su capitali residui differenti. Se alla data della stipulazione i flussi generati dalle cedole a credito e a debito si annullano allora il valore iniziale di mercato del derivato è pari a zero, in caso contrario, la parte svantaggiata riceverà una quota a titolo di indennizzo.

\textsuperscript{70} Tratto da Derivati e Enti locali: commissioni o ipotesi implicite? Il caso Long Term Collar Swap di C.Mottura, dicembre 2008
Tutti i contratti derivati, come abbiamo visto, sono scambiati in un mercato non ufficiale, ciò comporta delle diverse valutazioni dei prezzi iniziali. Da qualche tempo, si sta cercando di risolvere questo problema, attraverso il confronto tra il MtM teorico dello strumento scambiato e il MtM quotato dalla banca, il valore così determinato sarà pari alla commissione implicita a carico dell’Ente.

In questo caso di studio, invece, verrà data un'altra interpretazione, dove saranno determinate le ipotesi implicite nel MtM quotato, dato il valore risultante dal contratto, e si giudicherà la coerenza di tali ipotesi, in riguardo alle informazioni disponibili sul mercato alla data dell'operazione e alla struttura dei rischi del prodotto.

4.3.1 L'analisi di equità e gli elementi caratteristici

Si cercherà, in questo caso, di sviluppare comprendere l'analisi di equità del MtM quotato inizialmente. Tale analisi, risulterà essere argomentata dalla seguente tesi "dato il MtM del Derivato quotato iniziale, se le ipotesi che lo spiegano possono essere giudicate coerenti con le informazioni disponibili sul mercato alla data dell'operazione e con i rischi caratteristici del Derivato, il MtM quotato deve essere giudicato equo 71". L'intento sarà definire se il MtM quotato è equo dal punto di vista oggettivo delle ipotesi valutative di base.

Gli elementi espressivi ai fini della valutazione dell'equità del prodotto si riferiscono principalmente allo scambio e al MtM.

Il titolo derivato è uno strumento scambiato in un mercato OTC, si tratta quindi, di un prodotto finanziario non quotato nel mercato, per il quale non esiste un unico prezzo uguale tra tutti gli operatori. Inoltre, ogni contratto derivato presenta delle proprie caratteristiche sia temporali sia contrattuali, definite dall'autonomia delle due controparti, le quali sono difficilmente standardizzate, contrariamente a ciò che avviene nei contratti ufficiali di borsa.

Il valore del MtM dello strumento è una grandezza Mark to Model 72, legata al...


72 In generale gli elementi che caratterizzano la qualità della valutazione sono legate:
modello di valutazione usato per determinarlo e alle ipotesi sullo stesso. Definire il modello da utilizzare non è facile, infatti è strettamente collegato alle caratteristiche contrattuali degli strumenti da valutare e dalle clausole aleatorie in esso incorporate. Le informazioni disponibili sul mercato alla data della valutazione e sulla struttura dei rischi di strumenti finanziari da valutare, generalmente si riferiscono a delle ipotesi sulle ipotesi e vanno a discapito dell’oggettività.

Il prezzo del derivato è, quindi, anche una grandezza model-dependent e può capitare, che lo stesso strumento riferito alla stessa data di valutazione possa avere apprezzamenti differenti. L’equità del MtM quotato inizialmente si fonda sul giudizio di coerenza delle ipotesi rispetto alle informazioni disponibili sul mercato, alla data della stipula dell’operazione e alla struttura dei rischi del titolo. Se il valore del MtM coerente è uguale al MtM quotato, il MtM è considerato equo e quindi le commissioni implicite saranno pari a zero. Diversamente le commissioni implicite saranno diverse da zero, se esiste un MtM quotato iniziale non equo.

4.3.2 Caso di studio Long Term Collar Swap

Nei successivi paragrafi verrà trattata un’operazione di Long Term Collar Swap con fondo di ammortamento realizzato da un Ente locale italiano a copertura di un debito, riferito a un capitale ammortizzato in una unica soluzione a scadenza. Le caratteristiche del debito originario stipulato dall’Ente sono di seguito elencate:

- Capitale: 1.000.000,00 € da rimborsare in una unica soluzione alla scadenza;
- timing dell’operazione: ovvero su dati rilevati a fine giornata anziché sui dati intraday usati per la determinazione del pricing;
- sui dati esterni provenienti da diversi provider, influenzati dalle strategie commerciali, dal provider che esegue l’operazione o dalla mancanza di informazioni complete;
- dall’effetto di variabilità del MtM del modello differente rispetto quello utilizzato solitamente dalle banche.
• Data di stipula: 24.06.2005;
• Data iniziale: 29.06.2005;
• Data finale: 29.06.2009;
• Interesse: tasso fisso del 4,00%;
• Periodicità: interesse pagato annualmente.

Accanto al debito originario, è stato stipulato un contratto di swap alle seguenti caratteristiche:
• Capitale: 1.000.000,00 €, amortizing per l'Ente, sulla base di quote capitale assegnate, con rimborso in una unica soluzione a scadenza banca;
• Data di stipula: 24.06.2005;
• Data iniziale: 29.06.2005;
• Data finale: 29.06.2009;
• MtM iniziale: 0,00 €;
• Periodicità: annuale.

4.3.2.1 Valutazione tecnica

Il contratto prevede il pagamento da parte dell'Ente, alla fine di ogni anno, di una quota di capitale, che verrà successivamente versata dalla banca in un fondo gestito di ammortamento. La banca si impegna a versare alla data finale il capitale iniziale.

Il valore delle quote da rimborsare è determinato dalla differenza tra il capitale residuo all'inizio dell'anno con quello finale.

Il valore della cedola a carico della banca è calcolata al tasso fisso del 4,00% come indicato nella seguente formula:

\[ \text{Cedola Banca} = \text{Capitale} \times \text{Tasso Fisso} \]

In questo caso il day count è pari a zero, in quando si tratta di 360 giorni su 360.

L'ammontare della cedola a carico dell'Ente è determinata sul residuo del debito di periodo, tale importo dovrà esser moltiplicato per un tasso variabile legato ad
un prodotto collar, secondo la seguente relazione:

\[
\text{Tasso Variabile } \begin{cases} 
3,50\% & \text{se} \quad \text{Euribor 12M} < 3,50\% \\
\text{Tasso Euribor 12M} & \text{se} \quad 3,50\% < \text{Euribor 12M} < 6,20\% \\
6,20\% & \text{se} \quad \text{Euribor 12 M} > 6,20\%
\end{cases}
\]

L'importo della cedola a credito per l'Ente (e a debito per la banca) è un valore certo fin dal momento della stipula del contratto, mentre l'importo a carico dell'Ente è soggetto all'aleatorietà del tasso di interesse Euribor a 12 M. Come si può osservare dalla tabella sottostante, il differenziale tra le due cedole risulta esser a favore dell'Ente.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Data</th>
<th>Debito Ente Quota Capitale</th>
<th>Quota Interesse Variabile</th>
<th>Credito Ente Quota Capitale</th>
<th>Quota Interesse Fisso</th>
<th>Cedole Netta a favore E.L.</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>26/09/06</td>
<td>17.774</td>
<td>35.000</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>5.000</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/07</td>
<td>18.488</td>
<td>34.378</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>5.622</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/08</td>
<td>19.231</td>
<td>33.731</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>6.269</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/09</td>
<td>20.004</td>
<td>33.058</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>6.942</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/10</td>
<td>20.808</td>
<td>32.358</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>7.642</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/11</td>
<td>21.644</td>
<td>31.935</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>8.065</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/12</td>
<td>22.514</td>
<td>33.912</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>6.088</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/13</td>
<td>23.419</td>
<td>33.518</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>6.482</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/14</td>
<td>24.360</td>
<td>34.754</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>5.246</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/15</td>
<td>25.339</td>
<td>33.981</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>6.019</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/16</td>
<td>26.357</td>
<td>32.622</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>7.378</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/17</td>
<td>27.417</td>
<td>32.845</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>7.155</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/18</td>
<td>28.519</td>
<td>30.620</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>9.380</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/19</td>
<td>29.665</td>
<td>30.391</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>9.609</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/20</td>
<td>30.857</td>
<td>29.997</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>10.003</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/21</td>
<td>32.097</td>
<td>26.763</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>13.237</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/22</td>
<td>33.387</td>
<td>25.971</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>14.029</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/23</td>
<td>34.729</td>
<td>25.087</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>14.913</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/24</td>
<td>36.125</td>
<td>24.083</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>15.917</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/25</td>
<td>37.576</td>
<td>22.916</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>17.084</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/26</td>
<td>39.087</td>
<td>19.290</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>20.710</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/27</td>
<td>40.658</td>
<td>17.890</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>22.110</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/28</td>
<td>42.292</td>
<td>16.387</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>23.613</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/29</td>
<td>43.991</td>
<td>14.783</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>25.217</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/30</td>
<td>45.759</td>
<td>13.038</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>26.962</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/31</td>
<td>47.598</td>
<td>19.296</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>20.704</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/32</td>
<td>49.511</td>
<td>8.449</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>31.551</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/33</td>
<td>51.501</td>
<td>6.494</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>33.506</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/34</td>
<td>53.571</td>
<td>4.442</td>
<td>-</td>
<td>40.000</td>
<td>35.558</td>
</tr>
<tr>
<td>26/09/35</td>
<td>55.724</td>
<td>2.278</td>
<td>1.000.000</td>
<td>40.000</td>
<td>37.722</td>
</tr>
</tbody>
</table>

| 1.000.000  |

**Illustrazione 11: Long Term Collar Swap**

L'Ente potrà beneficiare di un differenziale positivo a proprio favore, perché il valore dell'interesse a capo della banca è determinato sul capitale fisso di debito, che è pari a 1.000.000,00 €, mentre le cedole di competenza per l'Ente sono
calcolate sul totale del debito residuo. I minori interessi sono inoltre condizionati dall'andamento dei tassi di interesse Euribor 12M, i quali solo dal 2019 si prevede saranno superi della soglia del 3,50%. L'Ente con questo derivato di copertura ha trasformato il proprio debito bullet in debito amortizing.

4.3.2.2 Modello di riferimento

Il modello di riferimento del contratto derivato, come già detto, dipende da diverse variabili che vengono decise in autonomia dai due soggetti poco prima della stipula. Gli elementi caratteristici di un contratto, quali la data di inizio e fine, il tasso variabile e fisso e per ultimo l'importo del capitale nozionale, sono anche condizionati da altri fattori di rischio, che pesano sul derivato stesso. Tali fattori determinano una maggiore o minore aleatorietà del contratto e posso esser legati a diversi variabili come ad esempio il rischio del mercato o di insolvenza per la banca o per l'Ente. Altro fattore di criticità è rappresentato dalla definizione della clausole aleatorie, le quali sono condizionate a loro volta dal grado di incertezza futura, definito dal tasso Euribor o dalle quotazioni di borsa.

Il contratto al momento della sua definizione è valutato dalla banca, la quale considera sia i rischi di insolvenza dell'Ente sia della banca e sia del mercato misurandoli in termini di credit spread. I credit spread sono calibrati in base ai rating assegnati ai due soggetti dalle più importanti agenzie internazionali. Questo modello di valutazione viene definito definita risk loading, esso considera sia le caratteristiche contrattuali dello strumento derivato, sia le ipotesi delle variabili giuda delle valutazioni coerenti con le informazioni disponibili sul mercato alla data della sottoscrizione.

Definire il valore coerente di MtM quotato non è facile, ciò richiede infatti dalle competenze particolari che permettano, partendo da dei dati utili, di formulare delle ipotesi veritiere e corrette per il futuro.
4.3.2.3 La commissione implicita

La commissione implicita per l'Ente è data dalla differenza tra il MtM definito dalla banca con il risk loading e il MtM quotato, se il valore è positivo esso rappresenta un costo implicito, se invece, negativo un ricavo implicito per l'Ente. La determinazione delle commissioni implicite è legata alla variabilità di differenti parametri, come ad esempio alla componente cap e floor.

Le commissioni implicite dovranno essere indicate all'interno del contratto. Con l'art. 41, della legge 488/2001, il legislatore voleva rendere possibile il ricorso ai titoli di finanza creativa al fine di ridimensionare il valore delle passività a carico degli Enti, al netto delle commissioni. La mancata dichiarazione, da parte delle banche alle Amministrazioni del corretto importo delle commissioni non ha reso possibile la determinazione del vantaggio o dello svantaggio economico contrattuale. Come abbiamo già visto nel corso dei paragrafi precedenti, la valutazione del contratto derivato è legata al MtM, che rappresenta il costo dell'operazione, tenendo conto di tutte le variabili fotografate in un determinato momento. Al momento della stipula il contratto deve avere un valore MtM pari a zero e le eventuali differenze corrispondono a delle commissioni implicite applicate dall'intermediario per la definizione del modello stipulato. Le commissioni implicite sono un elemento di forte criticità, infatti, negli ultimi anni, diversi Enti locali hanno deciso di citare in giudizio gli istituti di credito per non averli adeguatamente informati sul reale valore dei costi nascosti.

4.4 La nullità del contratto

Negli ultimi anni, sono diventate di grande attualità le questioni affrontate dalla Corte Costituzionale in tema di derivati e di Enti locali. Diversi Comuni, dopo aver fatto ricorso al mercato di finanza creativa hanno deciso di citare in giudizio le banche per ottenere la nullità dei contratti finanziari sottoscritti. Generalmente, queste situazioni si sono verificate dopo alcuni anni dalla stipula dei contratti,
ossia quando, gli Enti si sono accorti di esser caduti in errore. Gli Enti avevano fatto ricorso ai titoli derivati con l'intenzione di ridurre l'incidenza del debito, ma al contrario, si sono dovuti accollare degli oneri finanziari aggiuntivi. Questa situazione si è venuta a creare, come abbiamo già visto, a causa delle consulenze finanziarie offerte dalle banche, le quali hanno agito in modo poco professionale dopo l'ottenimento della delega degli organi deliberanti delle Amministrazioni.

La maggior parte delle richieste di nullità contrattuale sono da ricondursi per lo più, a problematiche di valutazione del MtM iniziale a favore dell'Ente e alla legittimità dei contratti swap riferimenti alla normativa applicata ad Enti territoriali e norme finanziarie.

4.4.1 Le commissioni occulte e consulenza non veritiera

Il ricorso dei titoli derivati da parte delle Amministrazioni è avvenuto per perseguire la finalità di ammortamento del debito, ed in particolare per ridurre il peso degli oneri dei finanziamenti a tasso fisso ottenuti dagli istituti di credito. Come viene disposto dalla Consob, da un regolamento emanato nel 1998\textsuperscript{73}, alla stipula del contratto, il valore dello swap è sempre nullo. La somma algebrica, della scommessa effettuata dalle parti, determinata sui flussi positivi e negativi e del valore delle opzioni scambiate e attualizzate deve essere uguale a zero. Se invece, all'origine non vi sia in una situazione di equilibrio, la parte avvantaggiata deve corrispondere l'up-front a titolo di indennizzo. Tale valore è strettamente collegato alle commissioni implicite, incassate dalla banca e determinate dalla differenza dei MtM dei pagamenti tra i due soggetti. La banca, però spesso, sfrutta a proprio vantaggio le informazioni presenti nel mercato pagando all'Ente una quota inferiore a titolo di up-front. In questa situazione si è trovato il Comune di Ortona\textsuperscript{74}, il quale dopo aver fatto esaminare da dei tecnici i contratti sottoscritti è

\textsuperscript{73} Regolamento Consob n. 11522/1998 al Paragrafo 4 della Parte B, Operazioni sui strumenti derivati eseguite fuori dai mercati organizzati.

\textsuperscript{74} Tratto da Derivati finanziari: le commissioni occulte determinano la nullità dello swap a cura del Centro Studi Almaiura
venuto a conoscenza di maggiori costi occulti applicati dalla banca.
Dall'analisi è emerso, che i contratti stipulati fossero non par, ossia non alla pari con un valore negativo a carico del Comune. Il Tribunale di Milano\textsuperscript{75}, in veste di consulente tecnico, ha confermato l'effettiva fondatezza della richiesta avanzata dal Comune, confermando la presenza di commissioni non dichiarate. Con la poca trasparenza bancaria, l'Ente non solo ha stipulato un contratto speculativo ma ha anche sostenuto delle commissioni occulte, il tutto in contrasto alle disposizioni, emanate dalla Consob in termini di trasparenza. In sede di analisi tecnica inoltre, è emerso un valore particolarmente elevato delle commissioni bancarie applicate dalla banca, le quali ad un prima stima sarebbero dovute aggirarsi attorno ai 50-60 mila euro, ma in realtà l'importo effettivo superava i 550 mila euro.
La Corte di Cassazione\textsuperscript{76} con la sentenza del marzo 2011 ha dichiarato la nullità del contratto per radicale per difetto di causa.
L'up-front, come abbiamo visto, è un efficace indicatore del maggior rischio finanziario, nascosto all'interno del contratto e denota la presenza di una consulenza poco fedele da parte dell'intermediario. Come infatti dispone l'articolo 21 del T.U.F. l'intermediario finanziario ha il compito di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse del cliente\textsuperscript{77}. Pertanto, la banca ha l'obbligo di fornire le adeguate e corrette informazioni e nei confronti dei propri clienti per quanto riguarda la parte contrattuale e anche in relazione alle commissioni occulte, ossia le commissioni incassate dall'istituto determinabili dalla differenza tra il MtM dei pagamenti sia in capo all'Ente sia in capo alla banca.
Generalmente, la banca non ha sempre osservato il principio della buona fede, come è capitato nel caso di un contratto derivato firmato dal Comune di Penne. Il Comune infatti, ha aperto un contenzioso nei confronti della banca chiedendo Tribunale di Pescara la nullità/annullabilità del contratto IRS sottoscritto

\textsuperscript{75} Sentenza del Tribunale di Milano n.5118 del 14 aprile 2011
\textsuperscript{76} Corte di Cassazione Sezioni Unite, sentenza 18 marzo 2010, n.6538
\textsuperscript{77} Art. 1137 c.c. Trattative e responsabilità precontrattuale. Le parti nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, devono comportarsi secondo buona fede.
nell'ottobre del 2004\textsuperscript{78}. In quell'occasione la banca non si è comportata in modo adeguato al momento della stipula, andando contro agli obblighi imposti in merito all'informazione sui rischi e sulle commissioni implicite. Obblighi che devono tradursi in una puntuale illustrazione al cliente dei meccanismi del derivato, in modo tale da informarlo puntualmente sull'idoneità del prodotto finanziario sottoscritto e sulle finalità di copertura delle ipotesi indicate. Devono inoltre, esser indicati chiaramente i costi reali della struttura, quali i costi della produzione e il margine per entrambe le parti.

Dall'esame di parte dei contratti sottoscritti\textsuperscript{79} emerge l'impegno, della banca di tempestiva comunicazione all'Ente delle variazioni dei tassi di interesse, degli importi dovuti e di riportare il corretto importo delle commissioni implicite a capo del soggetto pubblico. La commissione tecnica del Tribunale ha rilevato che tutti i contratti fossero stati sottoscritti per un valore MtM negativo a scapito dell'Ente e che il valore dell'up-front fosse per il primo contratto pari al 4,13\% del nozionale, mentre per il secondo il 5,08\%. In particolare il MtM definito dalla banca risultava esser di un importo inferiore rispetto all'effettiva somma dovuta. Infatti, gli up-front erogati al momento della stipula erano stati ridotti per un importo pari alle commissioni implicite, diversamente da quando riportato dal contratto stesso. L'importo delle commissioni, a carico del cliente, non era stato chiaramente indicato e pertanto non poteva esser ricaricato sul Comune. In questo caso, all'Ente locale, il Tribunale di Pescara non ha riconosciuto l'annullabilità/annullamento del contratto come quanto richiesto, ma ha condannato la banca al pagamento, in favore del cliente, per gli indebiti pagamenti trattenuti. Ciò è avvenuto, secondo quanto citato dall'art. 2033 del c.c., nel quale viene riconosciuto il diritto alla ripetizione degli importi pagati a titolo di commissione occulte, maggiorati degli interessi, calcolati dal giorno della sottoscrizione del contratto.


\textsuperscript{79} Dal sito internet del Comune e da www.ilcaso.it è possibile reperire solo alcune parti dei due contratti sottoscritti IRS I/O 109163 e IRS I/O 156118.
4.4.2 L'operatore qualificato

Generalmente, all'interno di un Ente di piccole medie dimensioni è difficile riuscire a trovare dei responsabili con specifiche competenze economico finanziarie. Il più delle volte, i contratti vengono stipulati sulla buona fede della controparte. Accade quindi, che la giunta autorizzi il proprio dipendente a dichiarare di essere un operatore qualificato. In molti contratti derivati, gli amministratori comunali, hanno dichiarato di essere degli operatori qualificati, persone in grado di comprendere sia da un punto di vista finanziario ed economico quanto sottoscritto. Generalmente, all'interno delle nostre realtà amministrative è difficile che vi sia del personale competente e aggiornato in materie mercati finanziari, qualcuno capace di comprendere dei contratti strutturati oppure essere in grado di comprendere appieno un contratto scritto in inglese, come ad esempio è capitato alla regione Umbria.

4.5 Verifiche e controllo degli Swap negli Enti locali

I titoli derivati hanno assunto negli ultimi anni un ruolo di centrale in tema di indebitamento degli Enti locali del nostro Paese. L'utilizzato improprio di questi prodotti con l'intento principale di fare cassa a scapito delle gestioni future, ha innescato un vortice esponenziale difficilmente controllabile. Risulta opportuna l'esigenza di attuare appropriati controlli a garanzia della trasparenza e di protezione dei rischi.

Le Amministrazioni locali, a partire dagli anni 2000, hanno iniziato ad operare nei mercati speculativi, senza le dovute competenze tecniche. Tale periodo corrisponde all'entrata dell'Italia nell'area della moneta unica europea, che ha comportato una riduzione significativa dei tassi di interesse. Le Amministrazioni, indebitate per lo più a tasso fisso, non avrebbero potuto beneficiare, se non attraverso una rimodulazione del debito. Gli strumenti di finanza creativa sono stati utilizzati rispecchiando il processo di risanamento finanziario, che ha visto
attribuire maggiori autonomie ai soggetti territoriali, il cui obiettivo era il perseguimento del contenimento e della stabilità.

La svolta si è verificata con la legge Finanziaria per il 2002, la quale ha dato il via libero a tale modello di indebitamento. Una decisiva incidenza si è avuta anche a livello di politica monetaria europea, infatti nell'ottobre del 2008 la BCE ha attuato una inversione di tendenza, effettuando decisi tagli ai tassi di interesse. Così facendo, i tassi sono passati da 4,25% al 3,25% nel giro di pochi mesi. Questa operazione ha messo in ginocchio gli Enti locali, che come il caso del Comune di Ferrara sopra esposto, si sono ritrovati intrappolati all'interno dei contratti vincolati come i collar swap, e a dover sostenere maggiori oneri finanziari a causa dell'applicazione di tassi d'interesse superiori rispetto al normale andamento del mercato. Inoltre, i contratti stipulati prima del 2004 hanno assunto tipologie e clausole particolarmente rischiose per gli Enti locali, le quali prevedevano l'elargizione di somme di denaro a titolo di up-front in misura superiore al 1% 80, ma che in alcuni casi potevano arrivare fino ai 9 punti percentuali.

Il cambiamento assunto a partire dalla fine del 2005 dalla politica restrittiva della BCE ha favorito la rimodulazione dei contratti, con l'obiettivo principale di ridurre l'indebitamento legato agli oneri finanziari. Tali operazioni, di ristrutturazione erano finalizzate ad allentare l'onere, tramite l'allungamento temporale delle scadenze dei mutui sottostanti.

Va infine osservato, come non spesso all'interno degli Enti di piccole dimensioni sia difficile trovare dei soggetti competenti in materia finanziaria, tali da poter esser considerati come operatori qualificati, caratteristica indispensabile per la sottoscrizione dei contratti strutturati. Un altro problema è legato alla natura valutativa del contratto, che spesso emerge al momento della chiusura anticipata. La chiusura anticipata è calculata in base ad un valore teorico che prescinde sia da specifici costi legati alle clausole sia da una difficoltà oggettiva nel determinare il

giusto criterio matematico da utilizzare.
Il contratto derivato presenta anche altri elementi di scarsa trasparenza, come ad esempio avviene nel caso delle emissioni obbligazionarie che derivano dalle combinazioni di ammortizz swap o di copertura del rischio di interesse. I fondi di ammortamento\textsuperscript{81}, generalmente al loro interno contengono dei rischi legati alla solidità del titolo investito, che pone a carico dell’Ente il rischio di default\textsuperscript{82}.
Dalle indagini svolte dalla Corte dei conti, è emerso che il ricorso ad operazioni di finanza derivata abbiano generato uno sbilanciamento verso il breve periodo. Condizione che ha permesso di ottenere una fonte di liquidità immediata, se i contratti sottoscritti presentavano un valore attuale positivo e in caso di valore negativo, ha dato la possibilità di spalmare l’onere più avanti nel tempo, alleggerendo, così facendo i flussi finanziari in uscita. La valutazione, in questo secondo caso, non ha però ha trascurato eventuali effetti di medio lungo periodo.
Dall'analisi del problema, la Corte ha anche osservato, che difficilmente all'interno degli Enti locali di piccole dimensioni sia presente una approfondita conoscenza dei mercati. Ha ritenuto quindi opportuno disporre, tramite il d.lgs. del 17 settembre 2007 n. 164\textsuperscript{83}, di attuare la distinzione tra clienti al dettaglio e professionali e attuare di conseguenza, degli obblighi di valutazione e adeguatezza degli strumenti proposti.
La Corte ha anche ritenuto auspicabile un confronto, tra gli Enti locali di minore dimensione al fine di rendere effettivo un esame comparato dei contenuti contrattuali proposti di volta in volta dagli intermediari. A tal fine risulterebbe opportuno attuare una sorta di rete virtuale per offrire una mappa aggiornata

\textsuperscript{81} Sinking fund, o ammortamento costante. Consiste in un sistema di copertura di una risorsa finanziaria tramite l’accumulo periodico di pagamenti di uguale importo tali da coprire i flussi in uscita.

\textsuperscript{82} Circolare Ministeriale 128/2004 raccomanda che la selezione degli emittenti sia conforme allo spirito di riduzione del rischio creditizio dal momento che il rischio sul portafoglio dei titoli conferiti al fondo di ammortamento rimane a comunque a carico dell’Ente.

\textsuperscript{83} Rispetto delle regole di condotta degli intermediari, in attuazione alla direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari.
sull'andamento dei contratti in essere, nelle varie realtà locali e innescare un
monitoraggio valutativo capace di impedire in tempo l'utilizzo improprio di
strumenti innovativi.
5 Capitolo: Conclusioni

L'economia pubblica nasce dall'osservazione della realtà e in base ad essa si riescono a realizzare dei servizi o dei beni in grado di soddisfare le esigenze della collettività. I caratteri essenziali dei servizi e dei beni pubblici sono delineati da due aspetti molto importanti: non rivalità e non escludibilità\(^{84}\). Un bene è non rivale quando può essere frutto da parte di più soggetti in contemporanea, in altre parole, quando il consumo da parte di un soggetto, non può impedire il consumo anche di un ulteriore soggetto, un esempio potrebbe essere l'ascolto della musica in un parco giochi. Un bene invece è considerato non escludibile quando può essere consumato da più soggetti in contemporanea attraverso una regolamentazione.

I servizi analizzati, all'interno di questo caso di studio, ed offerti Pubblica Amministrazione rientrano nella fattispecie dei beni comuni. La Costituzione dispone all'articolo 97 delle norme di legge sull'organizzazione dei pubblici uffici, il cui obiettivo è quello di assicurare il buon andamento e l'imparzialità dell'amministrazione in carica. La Pubblica Amministrazione nello svolgere il proprio operato, deve quindi, seguire delle linee guida di bilanciamento incrociato di efficacia ed efficienza sia nel breve sia nel lungo periodo. Inoltre deve operare secondo il principio dell'imparzialità, ovvero non favorendo dei particolari soggetti.

In questo inquadramento giuridico è possibile inserire il lavoro degli Enti locali e il loro utilizzo in titoli di strumenti derivati. I titoli derivati rappresentano una particolare tipologia di strumenti finanziari di significativa complessità, che da quasi un decennio sono usati al fine di reperire delle risorse economiche aggiuntive. Il ricorso a questo tipo di strumento è divenuto necessario in seguito alla diminuzione dei trasferimenti erariali in favore degli Enti locali e al pari della loro maggiore autonomia finanziaria di entrata e spesa.

I maggiori fruitori dei titoli speculativi sono da individuati nei Comuni di piccola-

\(^{84}\) Tratto dal corso *Scienze delle Finanza Avanzato* Prof. Rizzi Dino, a.a. 2011-2012.
media dimensione, all'interno dei quali, generalmente, non sono presenti dei soggetti competenti in materie economiche finanziarie: caratteristica indispensabile per effettuare questo genere di investimenti speculativi. La ricerca di nuove fonti di finanziamento correlata alla maggiore autonomia ha spinto, negli anni 2000, gli amministratori verso nuovi orizzonti di finanza creativa: i derivati. Delle scommesse legate ad un elevato tasso di rischio, difficilmente arginabile da persone poco competenti, che vanno contro ai principi di congruità e coerenza della pianificazione della gestione del debito.

Uno dei principali effetti dei titoli derivati sugli Enti locali è legato alla natura dell'alterazione degli equilibri finanziari, infatti permettono di dilazionare nel tempo gli oneri a titolo di interesse. Al momento della sottoscrizione l'Ente può beneficiare di una somma a titolo di liquidità l'up front e in contro partita dovrà sostenere degli oneri finanziari futuri, che rappresentano delle condizioni svantaggiose e penalizzanti per l'amministrazione.

Solamente dopo alcuni anni dalla caotica regolamentazione, a partire con la legge Finanziaria per il 2002 il legislatore, nel 2007, ha deciso di porre maggiori vincoli, istituendo un organo di revisione per vigilare il corretto adempimento delle operazioni. Purtroppo i controlli non hanno prodotto gli effetti desiderati. Le cause possono ricercarsi in diversi fattori, che vanno dal piano organizzativo al quello delle competenze tecniche inadatte all'interno degli Enti stessi.

Gli strumenti derivati possono esser una buona occasione per gestire in maniera attiva i debiti e per accrescere le disponibilità degli Enti locali. Il tutto deve avvenire nel rispetto delle regole secondo una sana e prudente gestione del patrimonio comune. La soluzione potrebbe arrivare dall'istituzione di un organo super parte, che in virtù delle proprie competenze tecniche consenta all'Ente di gestire le proprie finanze, in modo, da eliminare delle piccole sviste, come ad esempio gli investimenti di impulso ottimi nel breve periodo, ma con forti impatti nella gestione di lungo periodo. L'organo competente potrebbe valutare al meglio in punti di forza e di punti debolezza alle operazioni effettuate.

Generalmente, all'interno delle pubbliche amministrazioni il soggetto incaricato
alla gestione del bilancio non presenta le stesse competenze tecniche di un soggetto che svolge la medesima mansione in un'azienda privata. Ciò è dovuto anche a causa non continuità dei mandati politici, dove i soggetti nelle campagne elettorali mirano prevalentemente alla racconta del consenso popolare, anch'è di fornire dei programmi specifici per la gestione concreta e corretta del bene comune.

Il problema potrebbe essere ovviato individuando un operatore all'interno della propria struttura e responsabilizzarlo nella gestione del patrimonio in maniera ben ponderata. Il suo operato dovrebbe essere continuamente incentrato sull'aumento delle conoscenza, al fine di riuscire a interpretare al meglio i nuovi prodotti di finanza creativa. Così facendo si riuscirebbe a trasformare un elemento di criticità in un punto di forza per una sane e gestione di del patrimonio comune.

Al dipendente comunale potrebbe esser affiancata l'immagine di un controller finanziario, un soggetto con buone competenze sia nel campo economico finanziario sia in campo territoriale, in grado da consigliare e monitorare costantemente gli investimenti effettuati da gruppi di Comuni con caratteristiche simili con un occhio di riguardo anche alla storia del territorio stesso. Nel giro di poco tempo sarebbe istituita una graduale cultura manageriale. È quindi, necessario rafforzare, in termini di controllo l'organo di vigilanza della Corte dei Conti al fine di governare al meglio e in modo critico i finanziamenti degli Enti.

Generalmente i contratti derivati hanno un respiro di lunga durata, che può arrivare a coprire un arco temporale trentennale, ovvero un orizzonte troppo elevato, rispetto continui e repentinì mutamenti del mercato. Scommettere oggi, sul rialzo o sul ribasso di un tasso di interesse, non è facile, perchè come abbiamo visto dallo scoppio della bolla speculativa l'equilibrio di mercato si è interotto a causa delle diverse e aleatorie variabili in gioco. L'ideale, pertanto, sarebbe costruire dei contratti finanziari e riuscire a rimodularli ogni due tre anni, in modo tale da ridurre le continue oscillazioni dei tassi, attraverso un puntuale stima dei rischi. A tal proposito potrebbero essere utilizzati i contratti FRA, capaci di bloccare per un arco temporale definito i tassi di interesse. Un ottimo strumento,
che permette di stabilizzare il costo del debito in anticipo e che consente di valutare anticipatamente la gestione del ciclo di cassa di debiti e crediti. L'operatore finanziario comunale, in questo modo sarebbe costretto a definire un buon piano di equilibrio finanziario. Inoltre con la consulenza del controller finanziario il Comune potrebbe riuscire a smontare i contratti al fine di comprendere appieno le caratteristiche, con l'aiuto di indicatori sia quantitativi sia qualitativi come ad esempio, l'uso di tabelle e grafici.

Altro fattore su cui puntare, all'interno delle Amministrazione, è mobilitarsi al fine di attivare appieno degli strumenti in grado di garantire una maggiore trasparenza sociale per favorire un maggiore interesse, in tema di cittadinanza attiva, da parte del cittadino ottenere delle informazioni specifiche con l'obiettivo di informarsi sull'andamento della risorsa comune.

Inoltre sarebbe opportuno attivare dei procedimenti in grado di bilanciare i diversi interessi politici economici e finanziari, il cui fine è di creare dei benefici alla gestione degli organi Comunali. In modo tale da compiere le operazioni oggettivamente con dei benefici aggiuntivi di diverso genere. Così facendo l'attività amministrativa si avvicinerrebbe sempre di più ai diritti e alle libertà costituzionali. D'altro canto, sarebbe possibile allontanarsi dai formalismi e da quelle figure comunali non sempre chiare e trasparenti.

Attuando questi piccoli accorgimenti, si riuscirebbero a sviluppare i fondamenti per una gestione amministrava fondata sull'imparzialità e la legalità, il tutto nel rispetto dell'efficacia e dell'efficienza economica finanziaria. Anche il cittadino potrebbe ottenere dei benefici, grazie ad una maggiore tutela dei diritti di liberà e di informazione.
6 Indici

6.1 Bibliografico:

- Anzilli, D’Agostino, Gulierlmi Liability management negli Enti locali.
- Ardizzi, Lanotte Lo sviluppo della finanza innovativa e i rischi collegati nell’analisi del fenomeno economico dei derivati.
- Bergamin Barbato Il controllo di gestione in un ottica strategica, 1992
- Corso Economia dei Mercati valutari e finanziari, Prof. Trevisan Lucia, a.a. 2011-2012.
- Dossier Repubblica 18 gennaio 2012, a cura di Mauro Ricci.
- Il Sole 24 ore, Già usciti dai derivati quasi 200 Enti locali del 2 settembre 2010 a cura i I. Bufacchi.
- Ministero dell' Economia e delle Finanze.
- Ministero dell’Interni Finalità e postulati dei principi degli Enti locali, osservatorio per la finanza e la contabilità per gli Enti locali, marzo 2008.
Sezione II art.60 e 61.

- Mottura, Monorchio *Derivati e finanza pubblica. Considerazioni sul dibattito in Italia tra Enti e banche*.

- Nadotti *Derivati nelle PA locali: origine, dimensione e criticità*


6.2 Delle Leggi:

- Corte d’Appello di Trento 5/3/09, tratto da ilcaso.it.
- Costituzione art. 117 Cost.
- D.Lgs. n. 267 del 2000 Testo unico sull’ordinamento degli Enti locali.
- D.M. n. 389/2003 art. 3 comma 2 lettera e.
- Finanziaria per il 2009, art.3 L.22 dicembre 2008, n. 203.
- Gli Enti locali e il ricorso agli strumenti finanziari derivati in Amministrazione italiana n. 1/2008.
- Legge Finanziaria per il 2002, Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato, Finanziaria per il 2002, n. 448 art.41.
- Legge Finanziaria per il 2005 n. 724 Misure di razionalizzazione della finanza pubblica attuata con il D.M. 5 luglio 1996, n. 420.
- Legge Finanziaria per il 2007 n. 296 c. 736, Disposizione per la formazione annuale e pluriennale del bilancio dello Stato.
- Legge Finanziaria per il 2008, n. 244 art.1 c. 382 Disposizione per la formazione annuale e pluriennale del bilancio dello Stato .
• *Manovra d'estate*, D.Lgs. 25 giugno 2008, n. 112, art. 62.

• Regolamento Consob n. 115522/98 *Doveri informativi dell'intermediario*.

• T.U.E.L. Testo Unico sugli Enti Locali.

• T.U.F. Art. 1-6- 21

### 6.3 *Siti internet:*

• www.borsaitaliana.it

• www.bloomberg.com

• www.comune.fe.it

• www.consob.it

• www.datodifatto.it

• www.finanze.it

• www.ferrara24ore.it

• www.ilcaso.it

• www.ilsole24ore.it

• www.lavoce.it

• www.matematicamente.it
Ringraziamenti

Con questa Tesi si conclude ufficialmente il mio percorso universitario: mi sembra dunque doveroso ringraziare tutti coloro che mi sono stati vicini in questi anni, e in particolar modo in questi ultimi mesi.

Desidero ringraziare il Professor Corazza che mi ha seguita nella redazione di questo mio lavoro fornendomi sempre idee e suggerimenti interessanti. Un Grazie va anche a tutti i Professori incontrati durante il mio percorso di studi magistrali per la grande passione e determinazione sono riusciti a trasmettermi.

Ringrazio i miei genitori e mia sorella per avermi dato la possibilità di intraprendere e portare a termine il mio percorso di studi. Un Grazie anche a tutti i miei famigliari che hanno contribuito alla mia crescita.

Un sentito ringraziamento va anche a tutte le mie amiche e amici sempre pronti a rallegrarmi la giornata.

Ed infine, desidero ringraziare anche Lord Baden-Powell of Gilwell per avermi insegnato che "il vero modo per essere felici è quello di procurare la felicità degli altri".