



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**I derivati finanziari nella Pubblica  
Amministrazione**

**Financial derivatives in Public  
Administration**

Relatore:

Prof. Manelli Alberto

Rapporto Finale di:

Benedetta Conte

Anno Accademico 2019/2020

## INDICE

Introduzione	p. 2
<b>CAPITOLO 1. I derivati finanziari</b>	<b>p. 3</b>
1.1. Gli swap	p. 5
1.1.1. Interest rate swap	p. 6
1.1.2. Currecy swap	p. 8
1.1.3 Credit default swap e Total return swap	p. 10
<b>CAPITOLO 2. I derivati nell'amministrazione centrale</b>	<b>p. 12</b>
2.1 Rapporto sul debito pubblico	p. 15
2.2 Il caso di Morgan Stanley e lo Stato italiano	p. 18
<b>CAPITOLO 3. I derivati nelle amministrazioni locali</b>	<b>p. 20</b>
3.1 Il caso del Comune di Milano	p. 22
3.2 Il caso della Provincia di Pisa	p. 25
<b>CAPITOLO 4. La normativa finanziaria</b>	<b>p. 27</b>
4.1 Legge finanziaria 2007, 2008 e 2009	p. 29
4.2 Indagine conoscitiva della commissione finanze e tesoro del senato	p. 30
4.3 Legge stabilità del 2014	p. 31
4.4 Regolamento europeo sui derivati	p. 32
Conclusioni	p. 34
Bibliografia	p. 36
Allegati	p. 38

## INTRODUZIONE

Di recente, in diverse occasioni, si sente parlare dei derivati finanziari, del loro utilizzo nel pubblico e nel privato e soprattutto del loro rischio. Infatti, comunemente è diffusa l'idea che utilizzare questi strumenti abbia un rischio intrinseco molto elevato, portando a considerarli quasi come un pericolo. Perciò tali strumenti non godono di buona fama, tanto che la descrizione più cruda e schietta dei derivati finanziari è forse quella del miliardario americano Warren Buffet, il quale, pur avendoci costruito sopra una fortuna, non ha avuto remore nel definirli "un'arma di distruzione di massa". In verità la storia recente ci mostra un'immagine abbastanza negativa di questi strumenti: sia sui giornali che in televisione si fa riferimento ai derivati con la sola accezione di 'scommessa', termine che in questi anni turbolenti, segnati da un indebolimento dell'economia a livello globale, non può che risultare agli occhi dei risparmiatori come una trappola da evitare.

Inoltre, questi prodotti sembrano accomunati dal fatto di essere stati i protagonisti dei maggiori scandali economici degli ultimi tempi (ad esempio, la rivelazione di pesanti buchi nel bilancio di colossi di Wall Street, il caso della manipolazione del tasso Libor o il più recente incidente di Monte dei Paschi di Siena), ma soprattutto della crisi che dal 2008 ha lasciato in ginocchio l'economia mondiale. Il motivo principale che ha portato alla costruzione di questa reputazione negativa nella pubblica opinione è l'ignoranza circa questi strumenti, a volte anche da parte degli stessi operatori. L'uso scorretto dei derivati, già di per sé abbastanza complicati, conduce a perdite ingenti che hanno contribuito a porre sotto una cattiva luce questi strumenti. Nonostante ciò, il loro utilizzo ha preso piede su larga scala con diverse funzioni e in vari ambiti. In questa trattazione si cercherà di spiegare il loro utilizzo in Italia e in particolare nelle pubbliche amministrazioni.

## I DERIVATI FINANZIARI

I derivati finanziari sono strumenti il cui rendimento o valore dipendono da attività, definite sottostanti, che possono essere reali (commodities) o finanziarie. I derivati più comuni sono quattro: forward, future, opzioni e swap; tutti questi possono essere scambiati su mercati regolamentati o al di fuori di questi (over the counter-OTC) a seconda della tipologia e del livello di standardizzazione. Le funzioni principali che assolvono questi contratti finanziari sono: copertura del rischio (hedging) nell'ambito del risk management; arbitraggio e speculazione, entrambi orientati ad ottenere un profitto in base alle aspettative nel mercato.

I forward, i future e gli swap sono contratti simmetrici; questo significa che entrambe le controparti si obbligano all'esecuzione del contratto fino alla scadenza delle condizioni previste e che, simmetricamente, il profitto dell'acquirente (posizione long) si traduce in una identica perdita per il venditore dello strumento derivato (posizione short) e viceversa. Le opzioni invece, sono contratti asimmetrici, in cui solo una parte è obbligata ad eseguire il contratto, mentre l'altra può decidere se esercitare o meno la facoltà.

I primi, rudimentali, contratti derivati compaiono già nel Medioevo, quando si stipulavano degli accordi tra mercanti e agricoltori, per proteggersi dal rischio relativo all'incertezza del prezzo del grano. Nel 1164 a Genova ci fu il primo contratto derivato stipulato da un ente locale con la vendita ad un istituto finanziario dei flussi futuri del Comune, ricevendo un anticipo immediato. Le tipologie di future più simili a quelli attuali risalgono al 1600 e venivano negoziati al Royal Exchange di Londra. Questi future avevano come sottostante le merci che erano commercializzate dai mercanti con le

compagnie navali: il mercante fissava il prezzo delle merci per tutelarsi a causa del fatto che nei lunghi tragitti queste potevano perdere o acquistare valore.

I primi mercati organizzati per lo scambio risalgono al XVI e XVII secolo, ma solo dopo la rivoluzione industriale si standardizzarono questi contratti: si sentiva, infatti l'esigenza di un sistema più formalizzato per i crescenti scambi tra Europa e Stati Uniti. I derivati si sviluppano esponenzialmente a partire dagli anni '70 grazie a diversi fattori. Uno di questi è stato la caduta degli accordi di Bretton Woods, voluta dal presidente americano Nixon, che sanciva la fine della convertibilità del dollaro in oro. In questo modo il prezzo delle valute internazionali iniziò ad oscillare come i prezzi delle materie prime a causa del regime di cambi flessibili e le incertezze riguardanti gli andamenti dei tassi d'interesse. Pertanto, ci fu la necessità del mercato di coprire i rischi di cambio. Furono determinanti anche gli shock petroliferi del 1973 e del 1979 che intensificarono il rischio di mercato a causa degli improvvisi aumenti del prezzo del petrolio. Infine, furono importanti anche le novità portate dalla globalizzazione dei mercati, dall'introduzione dei computer per i calcoli dei prezzi relazionati tra loro e dalla modellizzazione teorica per il calcolo del prezzo dei derivati di Black, Scholes e Merton. In effetti le reti telematiche e l'informatica sono state essenziali per la comunicazione tra le piazze affari internazionali, permettendo di eseguire operazioni in tempo reale in tutto il mondo.

Nel 1975 il Chicago Board of Trade introdusse i primi contratti future sui tassi di interesse e nel 1978 il New York Mercantile Exchange si stabilì come principale mercato internazionale per future e opzioni sui prodotti energetici. Nonostante il fallimento di alcune banche d'affari negli anni '90, come la Barings Bank, i derivati continuarono la loro espansione registrando nel 2010 un valore

stimato dei mercati mondiali dei derivati di 670.000 miliardi di dollari<sup>1</sup>, di cui 601.048 per derivati OTC con prevalenza di Interest Rate Swap (364.378 miliardi). Il volume di negoziazione di derivati è cresciuto gradualmente ed inevitabilmente e questa espansione ha comportato la necessità di organizzazione, controllo e regolazione in un contesto sempre più internazionale.

Nella seguente trattazione ci occuperemo in particolare degli swap, in quanto sono stati i più utilizzati dalla pubblica amministrazione, centrale e locale, nel corso degli ultimi anni per coprire il rischio di interesse e di cambio sul debito.

## **SWAP**

Gli swap sono scambiati nei mercati OTC in cui non c'è nessun controllo formale, nessuna regolamentazione e di conseguenza nessuna garanzia per chi opera; nei mercati regolamentati, invece, si dispone di un sistema di compensazione<sup>2</sup>. Quindi, nei mercati non regolamentati c'è un maggiore rischio di insolvenza perché le parti negoziano privatamente, ma d'altra parte si ha un alto livello di flessibilità e di autonomia contrattuale andando incontro alle esigenze delle parti. Gli swap consistono in contratti in cui due soggetti assumono l'impegno di scambiarsi flussi finanziari su interessi e valute, a una scadenza convenuta, secondo diverse modalità; sono di norma negoziati tramite intermediari finanziari e presentano una scadenza medio-lunga. È considerato un reale scambio (*swap*, appunto) in cui, per un periodo pari a quello del titolo emesso, una parte si obbliga

---

<sup>1</sup> Quello stesso anno il PIL mondiale era stimato intorno a 70 mila miliardi, perciò il valore dell'economia reale era quasi 10 volte inferiore rispetto ai mercati finanziari dei derivati.

<sup>2</sup> È un ente regolatore, detto Clearing house, che ha l'obiettivo di garantire il giusto funzionamento nel mercato. Esso si pone come controparte in tutti i contratti stipulati garantendo l'adempimento degli obblighi.

a corrispondere un flusso di interessi derivanti dall'applicazione di un tasso fisso, mentre l'altra corrisponde un flusso calcolato su un tasso variabile.

I tipi di swap che sono stati maggiormente utilizzati dalla pubblica amministrazione sono l'interest rate swap (IRS) e i currency swap, ma esistono anche i credit default swap e il total return swap.

### **Interest Rate Swap**

L'interest rate swap prevede lo scambio tra due operatori di flussi di cassa, aventi natura di interesse, relativi a un capitale di riferimento. Quest'ultimo è il capitale nozionale che rappresenta il parametro preso come base per calcolare i pagamenti e determinare i flussi, ma è puramente teorico. Ovviamente più il valore di questo capitale è alto, maggiori saranno i flussi degli swap. A seconda della natura dei flussi avremo diversi tipi di Interest Rate Swap, quali i plain vanilla e i basis rate swap. Più precisamente, se gli scambi dei flussi sono del tipo "tasso variabile e tasso fisso" si hanno i coupon swap o plain vanilla swap. In questo caso un investitore pagherà un flusso derivante dall'applicazione di un tasso variabile (oppure fisso) e ne riceverà uno derivante dall'applicazione di un tasso fisso (oppure variabile), mentre per l'altro investitore vale il contrario. Gli operatori, di fatto, stanno trasformando una passività a tasso fisso in una a tasso variabile o viceversa. Il soggetto che si impegna a corrispondere il tasso fisso viene chiamato fixed rate player e si attende un rialzo dei tassi d'interesse. Colui che è tenuto a versare il tasso variabile è detto floating rate player e invece si attende un ribasso dei tassi. Gli elementi che caratterizzano un plain vanilla swap sono: il capitale nozionale, la data di stipula del contratto, la data a partire dalla quale iniziano a decorrere gli interessi (data effettiva), la durata dello swap e la data di liquidazione periodica degli interessi (data di settlement). Questa ultima è la data in cui si calcolano gli interessi di entrambe le posizioni

per poi procedere alla liquidazione dei flussi: se il tasso fisso supera il tasso variabile, il fixed rate player versa la differenza al floating rate player, se il tasso variabile è superiore al fisso si scambiano le posizioni. In generale, la posizione di ciascuna delle due controparti può essere interpretata come la contemporanea assunzione di una posizione lunga relativa a un'attività che frutta interessi attivi e di una posizione corta relativa a una passività che comporta interessi passivi. Invece, se gli scambi dei flussi sono del tipo "tasso variabile e tasso variabile" si parla di basis rate swap. Il basis rate swap comporta lo scambio di due tassi variabili il cui pagamento è riferito a tassi di mercato diversi. Vengono generalmente usati per scambiare liquidità e si differenziano dai currency swap perché in questo caso non ci sono pagamenti di interessi e capitale.

L'Interest Rate Swap è un tipo di derivato finanziario che ha riscosso grande successo fin dalla sua introduzione nel mercato. La prima applicazione fu nel 1981 quando IBM e la Banca Mondiale si scambiarono i rispettivi flussi finanziari secondo prefissate strategie. La prima aveva un debito in franchi svizzeri e marchi tedeschi e voleva convertire il debito in dollari per sfruttare la forza della valuta e ottenere un cambio favorevole; la seconda voleva investire con le due valute della controparte, così emise obbligazioni in dollari. Successivamente questa pratica diventò sempre più frequente grazie ai progressi economici, informatici e politici. Inoltre, poteva garantire profitti e un'evoluzione del business in quanto c'era un'elevata richiesta di copertura dal rischio di tasso d'interesse. Anche in Italia questa pratica si sviluppò tanto che la maggioranza dell'ammontare nominale dei derivati, presente nei mercati italiani, si riferiva solo agli IRS, come si può rilevare dal grafico Tab I 1.1.1. In Italia gli enti locali hanno utilizzato molto gli Interest Rate Swaps negli anni '90 e fino al 2005 visto che questi permettevano di gestire in modo diretto il debito. Infatti, le



amministrazioni, ritrovandosi molto indebitate nei primi anni Novanta, non erano più in grado di sostenerne gli interessi connessi e, con l'utilizzo degli IRS, si sarebbe potuto abbattere il costo del debito senza andare a rinegoziare i singoli prestiti.

Esempio numerico della mole di utilizzo di questo tipo di derivati: il 31 marzo 2018 il valore nozionale dei contratti derivati stipulati dal Tesoro verso gli intermediari finanziari ammontava a 110 miliardi di euro e circa l'82,4% erano IRS.

### **Currency Swap**

I currency swap sono dei contratti in cui una parte cede all'altra una determinata quantità di valuta con l'impegno di effettuare l'operazione opposta alla scadenza del contratto, con lo stesso rapporto di cambio; perciò i flussi periodici sono denominati in valute diverse. Ognuna delle due controparti assume contemporaneamente una posizione lunga, relativa ad un'attività che frutta interessi attivi nella valuta di tale posizione, e una posizione corta relativa ad una passività che comporta interessi passivi nella valuta della posizione corta. Le diverse valute si riferiscono al capitale e al pagamento degli interessi. Un simile contratto comporta sia uno scambio a pronti tra una data quantità di una valuta e un'altra valuta al tasso di cambio corrente, sia uno scambio di segno opposto a termine (al medesimo tasso di cambio) e la corresponsione da parte di entrambe le controparti, per tutta la durata del contratto, degli interessi periodici maturati sull'ammontare di valute scambiate.

La sottoscrizione di un currency swap è motivata da uno dei seguenti obiettivi:

- possibilità di modificare una passività esistente trasformando la valuta di denominazione e la modalità di determinazione del tasso di interesse (fisso e/o variabile);

- creazione di titoli sintetici, ossia titoli ottenuti dalla combinazione delle caratteristiche di diversi strumenti finanziari;
- copertura (hedging) contro il rischio di cambio.

Le tipologie di currency swap sono 3: fixed to fixed currency swap (tasso fisso e tasso fisso), cross currency swap (tasso fisso e tasso variabile) e floating to floating currency swap (tasso variabile e tasso variabile). Il primo tipo è uno scambio in valuta estera in cui due parti si scambiano valute tra loro: entrambe versano reciprocamente un tasso di interesse fisso sull'importo principale. In questo scambio, una parte utilizza la propria valuta per acquistare fondi di un'altra valuta estera. In questo modo si possono ottenere prestiti a tassi migliori rispetto a quelli che si trovano nel mercato dei capitali esteri e avere una garanzia di copertura. I cash flow di questo contratto swap sono principalmente lo scambio a pronti di una data quantità di una valuta in cambio di un'altra valuta secondo il tasso di cambio (capitale nozionale). Successivamente, per il periodo di durata del contratto, le controparti si scambiano gli interessi periodici (a tasso fisso) maturati sul capitale nozionale e infine c'è lo scambio di segno opposto del nozionale.

Il cross currency swap è un pagamento in base a due diversi tassi e due diverse valute. Il valore nozionale è espresso in entrambe le valute in base al tasso vigente al momento della stipula del contratto di swap. Al contrario degli IRS, il nozionale viene effettivamente scambiato sia all'inizio che alla scadenza. Nel contratto un soggetto si impegna a effettuare pagamenti periodici calcolati applicando un tasso di interesse, generalmente variabile, a un capitale nozionale entrambi espressi in una determinata valuta; allo stesso tempo la controparte si impegna a effettuare una serie di

pagamenti, alle medesime scadenze, calcolati applicando al medesimo capitale nozionale un tasso di interesse variabile, entrambi espressi in un'altra valuta.

Il cross rate currency permette a un'impresa di cambiare la valuta in cui è espresso un debito ed eventualmente sostituire un tasso fisso con uno variabile o viceversa. In questo modo è possibile accendere un debito nella valuta in cui si possono ottenere le migliori condizioni.

L'ultimo modello è il floating to floating currency in cui entrambe le parti pagano interessi a tasso variabile su diverse valute. In particolare, una parte si impegna ad effettuare pagamenti calcolati applicando un tasso di interesse variabile (concordato) ad un capitale nozionale espresso in una determinata valuta; mentre la controparte si impegna ad effettuare pagamenti periodici applicando un altro tasso di interesse variabile al capitale nozionale espresso in una diversa valuta dalla precedente. I flussi di cassa iniziano con lo scambio a pronti di una data quantità di una valuta con un'altra valuta al tasso di cambio corrente (capitale nozionale) e successivamente si aggiungono i flussi dei tassi di interesse variabili periodici calcolati sul nozionale; infine si effettua lo scambio di quest'ultimo. Ad esempio, il Tesoro italiano ha stipulato contratti per la copertura dal rischio di cambio che nel 2011 avevano un valore di 10 miliardi, di cui 2,2 riguardanti le sterline, 1,1 riguardanti i franchi svizzeri e 2 i dollari.

### **Credit Default Swap e Total Return Swap**

Gli ultimi due tipi di swap sono il credit default swap e il total return swap.

Il primo è un contratto attraverso il quale un detentore di un credito (protection buyer) si impegna a versare all'altra parte (protection seller) una somma fissa a scadenze periodiche definite (un premio) al fine di ottenere una tutela dal rischio di credito associato all'attività sottostante. Questo

meccanismo consente all'investitore di scambiare o "compensare" il rischio di credito con quello di un altro investitore: l'ampia diffusione dei mercati OTC serve a trasferire l'esposizione creditizia su prodotti a reddito fisso. Il protection seller si assume il rischio di credito gravante su quella attività nel caso in cui si verifichi un evento incerto di default. In questo caso non c'è il passaggio di proprietà del credito che resta in capo al creditore originale; è una sorta di assicurazione sul debito sottostante e il secondo soggetto deve pagare il creditore nel caso in cui il debitore sia insolvente versando il valore del titolo e i dovuti interessi decorsi da quel momento e la data di scadenza del contratto.

Il total return swap è un accordo tra due parti in cui una effettua pagamenti basati su un tasso fisso e l'altra sul rendimento di un'attività sottostante includendo sia il reddito che il capital gain. Queste due parti vengono chiamate pagatore del rendimento totale e destinatario del rendimento totale. Questo contratto swap permette alla parte che riceve il rendimento totale di beneficiare dell'attività di riferimento senza possederla, ma in cambio paga un tasso fisso per tutta la durata dello swap. Il destinatario del rendimento si assume i rischi sistematici e di credito, mentre il pagatore non ha nessun rischio, ma assume l'esposizione creditizia a cui il destinatario si potrebbe esporre. Questa operazione di swap comporta l'integrale passaggio del rischio di credito dal primo al secondo soggetto e permette al creditore originario di mantenere in portafoglio la posizione.

## I DERIVATI NELL'AMMINISTRAZIONE CENTRALE

L'Italia ha il terzo debito pubblico più alto al mondo e per questo una delle maggiori preoccupazioni della politica italiana è proprio la gestione di quest'ultimo in relazione alla crescita del paese (vedi grafico Tab II 2). L'attuale debito pubblico italiano ha origine nel ventennio 1974-1994 e da allora non si riesce ad assorbirlo del tutto. Nel 1981, nonostante la recessione, il debito è a quota 60% del Pil grazie all'impegno della Banca d'Italia a garantire il successo delle aste dei titoli di Stato, stampando moneta e comprando le obbligazioni invendute. La situazione italiana peggiora drasticamente con la decisione del Presidente americano di combattere l'inflazione innestando una recessione globale. Inoltre, nello stesso anno, in Italia si attua la separazione tra l'istituzione politica (Tesoro) e quella monetaria (Banca d'Italia). Il "divorzio" Banca d'Italia-Tesoro ha pesato moltissimo sul debito pubblico, perché venne meno l'obbligo per la Banca d'Italia di acquistare i titoli di stato emessi dal Tesoro che aveva permesso di controllare il debito pubblico. Perso questo strumento di sovranità monetaria, l'Italia fu costretta ad attingere al mercato finanziario per finanziarsi trovando tassi d'interesse di tutt'altro spessore. Gli effetti furono immediati: i 142 miliardi di debito del 1981 (58% del Pil) dopo tre anni erano raddoppiati, dopo quattro anni triplicarono (429 miliardi) superando quota 1000 nel 1994, pari al 121% del Pil. Questo provvedimento fu necessario per permettere all'Italia di entrare e restare nel Sistema Monetario Europeo e successivamente nell'Unione Europea. Alla fine degli anni '80 ci fu una crescita economica promettente, ma i tassi di interesse reali sul debito restarono altissimi. Furono utilizzate moltissime strategie per ridurre il debito dello Stato italiano e tra queste troviamo i derivati finanziari. Uno di questi stratagemmi consisteva nella sistemazione delle cifre in bilancio per renderlo più appetibile. Queste pratiche di

aggiustamento non si possono più utilizzare per coprire buchi di bilancio perché, grazie al SEC 2010, la redazione del bilancio di fine anno non si basa più sul principio di cassa, ma su quello di competenza. Questo vuol dire che nel bilancio non si considera più la manifestazione finanziaria dei costi e ricavi, ma si registrano le entrate e uscite nel momento in cui si verificano le condizioni che porteranno agli effetti economici, indifferentemente che siano costi o ricavi.

Come accennato nel capitolo precedente, i derivati maggiormente impiegati nella pratica sono stati l'Interest Rate Swap e il Currency Swap. Il loro utilizzo è dovuto al tentativo dell'amministrazione di proteggersi dal rischio di interesse e di cambio cercando di ridurre annualmente il costo del debito. È opinione comune, però, che i derivati siano notoriamente degli strumenti molto rischiosi e per certi versi oscuri. I rischi che si corrono con i derivati sono molteplici e di difficile previsione come:

- rischio di mercato, dovuto alle attività che dipendono dall'andamento del sottostante;
- rischio di controparte o di credito a causa della possibile insolvenza del debitore;
- rischio operativo per possibili frodi o errori nelle procedure;
- rischio legale per carenze nella documentazione o violazione delle norme;
- rischio dovuto alla differenziazione, cioè allo spostamento di grandi capitali con poche controparti.

Eppure, a fronte di tutti questi rischi, la pubblica amministrazione si è servita dei suddetti derivati, proprio per ridurre il rischio e per meglio gestire il debito pubblico. Sarebbe stato possibile proteggersi dal rischio attraverso un metodo più sicuro? Cosa ha spinto la pubblica amministrazione centrale a usare questi contratti finanziari? Uno dei motivi che hanno condotto all'utilizzo dei derivati finanziari è stata la riduzione del deficit tramite la limitazione della spesa per interessi. Per

far ciò si è fatto un uso massiccio degli Interest Rate Swap: l'Italia pagava tassi fissi alle banche, mentre queste ultime avrebbero versato il tasso variabile. Quindi se i tassi fossero aumentati, la spesa per interessi sarebbe diminuita grazie al derivato, invece se fossero diminuiti si avrebbe avuto un esborso maggiore. Come si vedrà in seguito, l'Italia ha fatto male i propri calcoli perché i tassi sono diminuiti in tutto il mondo per diversi motivi, procurando perdite significative allo Stato italiano poco dopo la stipula dei contratti derivati.

Inoltre, la direttrice del Tesoro Maria Cannata, che a partire dal 2000 per i successivi 17 anni si è occupata del debito pubblico italiano, risponde così a un'intervista con *IlSole24ore*: "Come ben spiegato nel rapporto sul debito pubblico, la cui quarta e ultima edizione è relativa al 2017, e in numerose altre occasioni pubbliche, allungare la duration del debito, bloccando tassi fissi storicamente bassi, è stata considerata una strategia prudente e di lungo periodo. Per conseguire questo obiettivo, già dalla seconda metà degli anni '90, si è ricorso ai derivati di tasso d'interesse quale complemento dell'attività di emissione. Io ho operato in questa direzione in continuità con i miei predecessori. Fino alla crisi del debito sovrano in Europa, l'andamento dei tassi di interesse ha corrisposto alle aspettative, poi il contesto è radicalmente cambiato: nessuno si attendeva la divaricazione del merito di credito fra i paesi dell'area Euro, con il drammatico allargamento degli spread, né i drastici mutamenti intervenuti in seguito nella politica monetaria, con tassi bassissimi e spesso negativi nei paesi core."

## RAPPORTO SUL DEBITO PUBBLICO

I rapporti sul debito pubblico sono documenti pubblicati ogni anno dal Ministero dell'Economia e Finanza che illustrano la situazione italiana in merito a: aumento o diminuzione del debito; natura dei titoli in portafoglio; fatti che hanno inciso a livello mondiale sull'economia italiana, criteri di scelta delle manovre effettuate nell'anno. Il Rapporto sul Debito Pubblico relativo al 2015 è pubblicato a Luglio 2016 e cita testualmente: "I criteri di gestione sono infatti allineati alle politiche seguite dai gestori del debito pubblico e raccomandate dalle istituzioni finanziarie multilaterali, la best practice internazionale, e si basano sul riconoscimento di una relazione inversa tra costo e rischio (di rifinanziamento e di tasso d'interesse) del debito e quindi sulla necessità di minimizzare i costi in funzione dei livelli di rischio ritenuti accettabili, in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo." È utile considerare che nel 2015 la spesa per interessi sul debito pubblico è pari a 70 miliardi di euro e corrisponde a circa 4% del Pil. Mentre nella seconda metà del 1990, periodo della stipula dei derivati, la spesa superava di gran lunga il 10% del Pil.

Successivamente il debito si è attestato a circa 2.263 miliardi di euro alla fine del 2017, crescendo di circa 44 miliardi nel corso dell'anno. Inoltre, riprendendo le parole di Maria Cannata nel precedente paragrafo, nel Rapporto sul Debito Pubblico 2017 è evidenziata la policy che il Tesoro dovrebbe seguire per gestire il debito pubblico in base alle direttive internazionali<sup>3</sup>. La policy è in

---

<sup>3</sup> Le linee guida del FMI e della Banca Mondiale recitano: "Il principale obiettivo della gestione del debito pubblico è assicurare che le esigenze di finanziamento del governo e il pagamento dei relativi obblighi siano realizzati ad un costo che nel medio-lungo termine, risulti più basso possibile, compatibile con un prudente grado di rischio [...] I governi dovrebbero mirare a minimizzare i costi attesi per il debito [...] subordinatamente a un livello di rischio che risulti accettabile.



linea con quella attuata nel 2015 e, in particolare, gli obiettivi principali della gestione del debito pubblico rispondono alla necessità di:

- coprire le necessità di finanziamento dell'amministrazione centrale;
- minimizzare i costi del debito contratto subordinatamente al mantenimento di livelli di rischio che possano essere ritenuti accettabili nel medio-lungo periodo;
- mantenere l'accesso al mercato domestico ed internazionale in una prospettiva di lungo periodo.

Tra questi il secondo punto è particolarmente rilevante in quanto rappresenta un trade off.

Al gestore del debito pubblico è richiesto di ridurre il costo del debito e contemporaneamente di contenere i rischi di mercato. Pertanto, bisognerà trovare quell'equilibrio tra costo e rischio, che sia soddisfacente per il portafoglio e le strategie attuate. Generalmente la scelta più prudente è la più costosa, mentre quella meno costosa espone a rischi maggiori in quanto i derivati costano di più affinché si riduca il rischio.

Le best practice internazionali sono consapevoli di questo trade off che si manifesta con un maggior costo per l'indebitamento a tasso fisso e a lunga scadenza; perciò individuano in strutture di debito eccessivamente sbilanciate verso brevi durate o tassi variabili, un fattore di incremento della volatilità e vulnerabilità di un paese, a causa della spesa dovuta agli interessi e per i rischi sui mercati<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> le linee guida del FMI e della Banca Mondiale osservano: "Minimizzare il costo ignorando il rischio non può essere un obiettivo. Transazioni che mostrano costi di servizio del debito più bassi spesso inglobano rischi significativi per il governo e possono limitare la capacità di ripagare i creditori."

In conclusione, l'impegno nella gestione del debito pubblico deve essere volto a contenere il costo che dipende dai tassi di interesse dei titoli collocati sul mercato e a stabilizzarne o prolungarne la vita media. A queste linee guida internazionali si affianca un decreto cornice che contiene i principi fondamentali rispetto all'ordinamento di una materia precisa e che sono validi a livello nazionale. Il decreto cornice del 2017 nell'articolo 3 affronta il tema del "contenimento del costo complessivo dell'indebitamento, la protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento", in cui ha autorizzato l'utilizzo di operazioni che intervengono sulla struttura del debito in essere come operazioni di riacquisto, scambio o rimborso anticipato di titoli e operazioni in strumenti derivati. Per quanto riguarda i derivati, questo decreto propone una gestione attiva del portafoglio operazioni in essere mirata a migliorarne la performance nel mercato. Prevede la copertura di eventuali nuove emissioni in valuta estera tramite i currency swap in un contesto regolato da garanzie bilaterali.

In Italia, quindi, la gestione del debito è incentrata su due rischi principali: quello del tasso di interesse e quello di rifinanziamento. Il primo cerca di minimizzare l'impatto sull'onere del debito derivante dai movimenti dei tassi di interesse sul mercato; il secondo ha lo scopo di distribuire più uniformemente nel tempo le scadenze per ricollocare il debito coerentemente alla capacità di assorbimento del mercato ed evitare così rialzi del costo di finanziamento.

L'Italia ha un orientamento prudentiale avendo il terzo debito più ampio al mondo in valori assoluti, che non consente tattiche opportunistiche, ma deve privilegiare continuità, prevedibilità e strategie di lungo periodo. L'atteggiamento prudentiale nei confronti del rischio è dovuto ad una componente significativa dei tassi di interesse all'emissione dei titoli di stato. Tale componente è relativa ad un alto tasso degli interessi che rappresenta il premio per il rischio di credito di cui gli investitori si fanno

carico per finanziare un soggetto così indebitato. Nonostante quanto dichiarato dai rendiconti statali, il sospetto è che il Tesoro abbia agito sia per fini di copertura, ma anche di speculazione (in particolare sul tempo: cercando di posticipare il debito nel futuro).

## **IL CASO DI MORGAN STANLEY E LO STATO ITALIANO**

Il caso della banca d'investimento americana Morgan Stanley scoppia nel 2012 quando il Ministero dell'Economia e delle Finanze italiano versò alla banca 3,1 miliardi di euro per estinzione anticipata di alcuni contratti derivati. Fu l'allora premier Mario Monti a versare l'ammontare in un momento di massima crisi del debito sovrano italiano. Il contratto fu stipulato nel 1994 e avrebbe contenuto clausole di natura vessatoria perché prevedeva, per la sola banca d'affari, la possibilità di chiusura anticipata della posizione (early termination) e di limitazione delle sue esposizioni verso il Tesoro. Morgan Stanley decise di esercitare questa possibilità nel 2011 a seguito della crisi dello spread e il potenziale crollo finanziario dello Stato italiano. Il contratto consentiva di uscire nel caso di flussi positivi di redditi tra 50 e 150 milioni di euro, in base al rating italiano. Questa decisione costò all'Italia 3,1 miliardi per chiudere quattro contratti sui tassi e rinegoziarne altri due. Inoltre, nell'estate 2012, Morgan Stanley esercitò una swaption, ossia un contratto che le consentì di entrare in uno swap a un tasso prefissato, versando un premio al Tesoro, facendole così guadagnare 1,35 miliardi di euro sulla base dei valori di mercato. Il problema in questo caso, oltre al fatto di aver causato ingenti perdite per lo Stato, è che l'ex direttore del Tesoro, Domenico Siniscalco, poi anche ministro dell'Economia per meno di un anno, ha gestito prima il debito pubblico nell'interesse dei contribuenti e successivamente, nel 2006, è entrato in Morgan Stanley International diventandone

il responsabile della sede in Italia, con il compito di fare gli interessi della banca americana. Fu egli stesso ad avere chiesto al Tesoro nel 2011 la chiusura dei contratti derivati. In questo caso, un funzionario è passato in poco tempo da entrambi i lati delle parti del contratto costituendo un potenziale conflitto di interessi che in situazioni del genere, cioè quando si tratta di risorse pubbliche, non è possibile ammettere.

Nei paragrafi precedenti si è detto che le Amministrazioni centrali hanno utilizzato i derivati per contrastare il rischio di cambio, in particolare tra la fine del 1980 e la metà del 1990, quando si verificavano importanti fluttuazioni della lira, usando in particolare i currency swap.

Dalla contabilità nazionale, per il periodo che va dal 1998 al 2005, le operazioni in swap sui tassi di interesse portavano a guadagni in termini di interessi che hanno condotto alla riduzione immediata del debito pubblico. A partire dal 2006 si è registrata un'inversione di tendenza che rendeva la spesa per interessi molto più elevata. Infatti, i tassi sono crollati a causa della crisi finanziaria del 2008: il risultato è stato che l'Italia ha pagato molto di più di quello che ha guadagnato. Inoltre, è cambiata la strategia stessa del Tesoro perché non si è sentita più l'esigenza di proteggersi contro un aumento dei tassi, ma bensì quella di allungare la duration media del debito pubblico. A onore del vero non è stata solo l'Italia a fare uso dei derivati, anche Francia e Germania hanno stipulato contratti simili a quelli italiani e a seguito del crollo dei tassi hanno subito ingenti perdite. Entrambe hanno perso 3 miliardi in 4 anni, nettamente meno dell'Italia che ha dovuto coprirsi maggiormente dai rischi (Tab III 2.2 si mostra come i paesi europei si sono comportati nell'uso dei derivati rispetto al proprio debito pubblico).

## I DERIVATI NELL'AMMINISTRAZIONI LOCALI

In Italia le amministrazioni locali hanno fatto largo uso dei derivati finanziari a partire dagli anni '90 fino al 2008, con un picco nel 2007 quando 796 enti sottoscrissero 1336 contratti derivati dal valore nozionale di 37.042 miliardi di euro. Le ragioni che hanno portato all'utilizzo, a volte miope, dei derivati finanziari complessi si trovano nella necessità di ottenere liquidità per far fronte ai tagli di bilancio sempre maggiori, oltre che nella copertura dai rischi di aumento degli interessi che maturano sui prestiti, siano essi indifferentemente mutui o obbligazioni. L'uso più massiccio è stato fatto in alcune regioni quali Piemonte, Campania, Liguria, Emilia-Romagna, Puglia. In questi casi, il livello di indebitamento era così elevato che le amministrazioni non riuscivano più a pagare gli interessi. Data la situazione, una possibile via di uscita si pensava fosse negli Interest Rate Swap, perché permettevano di abbattere il costo del debito senza occuparsi di ogni singolo prestito. Il problema che ha condotto alla situazione dei contratti dei derivati in Italia, che ammontano a quasi 9 miliardi di euro e che potrebbero produrre una perdita di 922 milioni (128 comuni rischiano 319 milioni di euro e le province invece circa 100 milioni), è stata la superficialità con cui si sono affrontate le stipule dei contratti da parte degli enti territoriali. Infatti, la Corte dei Conti evidenzia come i prodotti sottoscritti rivestono "profili di criticità piuttosto elevati", gli apparati preposti per la loro gestione "sono totalmente inadeguati", mentre si evidenziano "violazioni normative", contabilizzazioni "errate", nonché "notevoli squilibri contrattuali in danno degli enti per la mancata valutazione della convenienza economica dei contratti". Inoltre, la Corte dei Conti prosegue evidenziando "gravi anomalie" nei rendiconti degli enti locali, a partire dal fatto che la gran parte di questi contratti derivati siano stati sottoscritti, non tanto come garanzie per la gestione del proprio

debito, quanto per ottenere flussi di cassa immediati. Alcuni esempi di queste situazioni: in Emilia Romagna, i comuni di Modena e Forlì-Cesena non hanno creato il fondo di accantonamento necessario per coprire eventuali perdite future; in tre comuni pugliesi sono stati sottoscritti derivati legati a mutui già estinti; in Campania vi sono comuni che hanno per consulenti gli stessi intermediari finanziari con i quali sono stati sottoscritti i derivati; in Liguria diverse operazioni sono state effettuate in palese violazione della normativa allora vigente; la città di Venezia, già a rischio di tenuta del bilancio, ha sulle sue spalle quattro contratti di finanza derivata, che, solo nel 2011, hanno prodotto perdite di oltre 5 milioni. Nel 2015 la Corte dei Conti ha diramato un rapporto in cui si legge che il valore nozionale dei contratti derivati stipulati da enti territoriali negli ultimi decenni ammonta a 25 milioni di euro su 160 milioni complessivi nello Stato italiano. Tra le accuse più frequenti, in Italia, è presente quella riguardante lo squilibrio iniziale esistente al momento della stipula dei contratti che vede il contratto swap essere già sfavorevole all'ente territoriale diventando di fatto un costo occulto. Sembrerebbe evidente perciò che i contratti derivati tra un qualsiasi soggetto (pubblico o privato) e una banca abbiano un costo iniziale a favore di quest'ultima, che altrimenti non avrebbe interesse a concludere contratti simili. La motivazione principale fornita dagli enti territoriali riguardante il ricorso agli swap è stata quella di gestire attivamente il debito proveniente dalla cattiva gestione degli investimenti a partire dagli anni Novanta. Con il premio up-front si sarebbe potuto abbassare il costo dell'indebitamento totale, ma gli enti hanno usato l'entrata per delle spese correnti, ora vietato dalla norma. A causa dei dissesti finanziari causati dagli swap, le amministrazioni locali, come rimedio, hanno cercato di chiudere il contratto

anticipatamente. Questo ha comportato che, qualora il mark to market<sup>5</sup> fosse stato negativo, l'ente avrebbe dovuto pagare la somma del contratto, ma per evitare l'esborso, si apriva un altro contratto derivato in sostituzione del precedente. Questo metodo ha avuto come conseguenza solo l'aumento degli esborsi a carico dell'ente e spesso la vicenda è finita in tribunale. La questione importante è che i tribunali dovrebbero verificare se la stipula di questo contratto derivato sia stato utile ai fini della riduzione del costo del debito o della esposizione finanziaria dell'ente, giustificando così l'uso di uno strumento indubbiamente molto rischioso.

## **IL CASO DEL COMUNE DI MILANO**

Uno dei casi di utilizzo degli IRS che ha fatto più scalpore è stato quello riguardante il comune di Milano. Il 5 marzo 2002 il comune di Milano stipulò un Interest Rate Swap con Unicredit (all'epoca si chiamava Unicredito Italiano S.p.A) dal valore nozionale di 739 milioni di euro, in questo caso lo swap era interesse fisso per variabile.

In 3 anni lo swap generò una perdita di 100 milioni di euro e per questo il Comune decise di chiudere il suddetto contratto. Per correre ai ripari si decide di emettere un bond trentennale di 1,68 miliardi di euro, da rimborsare integralmente alla scadenza (bullet); inoltre, il contratto prevedeva la stipula contestuale di altri due strumenti derivati su tassi variabili riferiti al bond. Le banche che presero parte all'operazione furono: Depfa, Deutsche Bank, JP Morgan e UBS; le quali versarono l'anticipo dell'intero importo del bond nelle casse comunali. Furono così sottoscritti IRS per proteggersi dal

---

<sup>5</sup>Il valore di mark to market è quello della posizione calcolato sulla base degli attuali dati di mercato, e quindi rappresenta una perdita potenziale per gli enti che si può realizzare concretamente solo se i contratti vengono estinti anticipatamente. Nel 2011 la maggior parte delle posizioni finanziarie in derivati detenute da enti locali ha un valore di mercato negativo, spesso per un ammontare considerevole.

rischio di tasso e, tramite questo strumento, l'amministrazione si impegnò a mettere da parte la somma necessaria per ripagare il prestito originario ancora da rimborsare.

Lo scandalo venne alla luce nel 2008 quando, a causa delle perdite rilevanti subite dal Comune, furono notati grossi buchi in bilancio che furono riportati alla Corte dei Conti da parte della sezione regionale lombarda. Tutta l'operazione finì sotto osservazione e fu segnalata come sospetta, in quanto sembrava favorire una determinata controparte. Successivamente il vicepresidente del Consiglio Comunale decise di rivolgersi al tribunale di Milano, sostenendo che gli istituti di credito avessero truffato il Comune e facendo causa alle quattro banche chiedendo il risarcimento. A seguito delle indagini si scoprì che le accuse non erano infondate e s'indagò su sette operatori delle banche coinvolte e su due funzionari pubblici con l'accusa di truffa aggravata e di falsa certificazione della convenienza economica dell'operazione della Pubblica Amministrazione. Con la sentenza di primo grado del tribunale di Milano nel 2012, il giudice aveva condannato le quattro banche, stabilendo una confisca di 88 milioni di euro e a una pena pecuniaria di 1 milione di euro ciascuna. In particolare, è stata disposta la confisca di oltre 23 milioni e 900 mila euro per Depfa Bank, di oltre 24 milioni e 300 mila euro per Deutsche Bank, di oltre 24 milioni e 780 mila euro per JP Morgan, di oltre 16 milioni e 580 mila euro per Ubs. Inoltre, la sentenza prevedeva pene di circa sei mesi di reclusione per i nove manager delle banche. Secondo l'accusa le banche avrebbero truffato il comune milanese perché non lo avrebbero informato di tutti i rischi dell'operazioni in derivati violando la legge 231 del 2001 sulla responsabilità amministrativa degli enti. In seguito, nel 2014, la sentenza di primo grado è stata ribaltata, il tribunale con una sentenza in appello fa cadere tutte le accuse perché non sussistono, ma si prevede comunque l'accordo extragiudiziale stipulato tra le



banche e il Comune, che incasserà 455 milioni di euro in 20 anni. Il debito di un miliardo e 65 milioni resta in capo al Comune milanese che dovrà pagarlo nel 2035. Si legge nella sentenza: “Non sarebbe dovuto accadere che un Ente territoriale, e non un minuscolo Comune di periferica provincia bensì il cuore economico pulsante della Nazione, affiancato da uno Studio legale di grande prestigio per la componente tecnica giuridica, giungesse al perfezionamento dell’operazione in strumenti finanziari (collegata all’emissione del bond) del giugno 2005 senza il supporto e l’ausilio di un advisor indipendente per la componente economico-finanziaria e vi giungesse consapevole, per libera scelta, nella più che legittima convinzione di avere al proprio interno professionalità all’altezza dell’arduo compito”. Anche la Corte dei Conti ha espresso il conflitto d’interesse per il fatto che l’intermediario era advisor dell’ente e anche la stessa controparte nella trattativa. Inoltre i giudici aggiungono un monito verso l’Amministrazione: quando si ha a che fare con fondi pubblici, “non può pretendersi di accollare l’incarico di consulenza alla controparte contrattuale magari a titolo gratuito e non v’è alcun obbligo per gli amministratori di un Ente pubblico di accedere a tutti i costi al mercato dei capitali; v’è il preciso dovere di non scommettere con il denaro dei cittadini/contribuenti facendo loro assumere rischi dannosi ed inutili e, soprattutto, v’è il dovere giuridico e deontologico di giungere attrezzati ed informati al compimento di ogni atto amministrativo che presupponga sconfinamenti in materie complesse e di non proprio quotidiano maneggio”.

## IL CASO DELLA PROVINCIA DI PISA

Diversamente dal caso di Milano, precedentemente visto, questo della provincia di Pisa si è risolto a favore della Pubblica Amministrazione locale, diventando un precedente prezioso per tutti gli altri casi simili sparsi per l'Italia, essendo il primo caso di verdetto favorevole pronunciato da un giudice amministrativo verso un ente locale riguardante un procedimento contro banche. La vicenda inizia nel 2006, quando la provincia necessita di ristrutturare il debito dovuto a mutui accesi precedentemente e ancora attivi. Per far ciò si affida a due istituti di credito che si erano uniti in associazione temporanea per l'occasione, la Depfa Bank Plc e la Dexia Crediop Spa. Il piano di ristrutturazione del debito prevedeva l'emissione di obbligazioni per 95 milioni di euro (agganciata all'Euribor<sup>6</sup>), al quale si affiancava un derivato del tipo Interest rate Swap che proteggeva l'Amministrazione territoriale da un eventuale aumento del tasso Euribor. Fu garantito che la Provincia poteva sganciarsi dal derivato in qualunque momento e senza costi aggiuntivi. I bond furono immediatamente sottoscritti dalle due banche e con le risorse ottenute la Provincia procedette con l'estinzione dei mutui. La ratio di questa manovra è stato l'ottenimento di un vantaggio sia nel breve che nel lungo periodo: nell'immediato si estinguevano i mutui pendenti e i relativi costi di ammortamento; nel lungo periodo invece, l'amministrazione sperava di vedere ridotta la propria posizione debitoria. Nel giugno 2009 l'Amministrazione Provinciale, grazie a una consultazione tecnica, realizza che l'operazione di ristrutturazione del debito appena conclusa non segue il principio di convenienza economica (un requisito importantissimo per le Pubbliche

---

<sup>6</sup> È l'acronimo di EURO Inter Bank Offered Rate, tasso interbancario di offerta in euro. È un tasso di riferimento che indica il tasso di interesse medio delle transazioni finanziarie in Euro tra le principali banche europee ed è calcolato giornalmente.

Amministrazioni) e procede con l'annullamento unilaterale del contratto derivato. In particolare, lo swap del contratto ha avuto valore negativo fin dalla sottoscrizione dell'operazione, costituendo di fatto un costo implicito a carico della Provincia. Inoltre, insieme allo swap, l'ente toscano ha acquistato anche un collar<sup>7</sup> che si compone di un cap (ulteriore strumento di copertura del rischio di un rialzo dell'Euribor) e di un floor (strumento di copertura complementare al cap, contro il rischio di un ribasso del tasso). In questo caso il valore del cap era più basso del valore del floor, ceduto alle banche, perciò rappresentava uno squilibrio economico nel derivato. Alla decisione di ritiro della Provincia le due banche si rivolgono al T.A.R. della Toscana. La sentenza riconosce ampiamente la tesi giuridica che configurava il mancato rispetto del principio della convenienza economica e con esso delle norme legislative e contrattuali vigenti.

È pienamente legittimo l'annullamento del contratto disposto dalla Provincia di Pisa relativo all'acquisto dei derivati. La Provincia aveva motivato l'annullamento unilaterale a fronte dell'inserimento nel contratto, da parte delle due banche, di costi aggiuntivi non previsti negli accordi, e perciò non dovuti, pari a circa 1,4 milioni di euro. Perciò il 12 novembre 2010 il T.A.R. della Toscana concede alla Provincia l'annullamento del pagamento del contratto derivato in quanto viola i principi di economicità e convenienza economica. Inoltre, il T.A.R. ha rigettato la richiesta delle banche in merito al risarcimento danni derivanti dal mancato rispetto degli accordi contrattuali e della pubblicazione della vicenda da parte dell'Ente provinciale in quanto giudicata inammissibile.

---

<sup>7</sup> I collar sono spesso delle clausole presenti all'interno degli IRS, che ne incrementano la complessità. Il tasso d'interesse variabile corrisposto da una delle due controparti è vincolato da un "corridoio" caratterizzato da un tasso minimo (floor) e un tasso massimo (cap).

## NORMATIVA FINANZIARIA

Negli anni recenti le operazioni in contratti derivati sembrerebbero essere diminuite ed essere volte soprattutto alla gestione e ristrutturazione del debito. L'ampio ricorso ai contratti derivati da parte delle Amministrazioni Locali è cominciato in assenza di un adeguato contesto normativo. La legge 539 del 1995 consentiva agli enti di effettuare operazioni swap sui tassi di cambio, ma la legge che diede inizio all'uso massiccio dei derivati da parte delle Amministrazioni fu il regolamento ministeriale n. 389 del 1° dicembre 2003, previsto dalla legge finanziaria del 2002 (Legge 28 dicembre 2001, n. 448). Questo regolamento prevedeva i casi di utilizzo dei derivati per le Amministrazioni: definiva le strutture derivate consentite, stabiliva che queste venissero utilizzate solo in relazione alle passività detenute ed esclusivamente per fini di copertura dei rischi<sup>8</sup>, vietava l'incasso di somme di denaro all'atto della stipula dei contratti (premio up-front) per importi maggiori all'1% del nozionale con la possibilità di spostare gli oneri relativi al servizio del debito alle future amministrazioni. Nel 2005 il legislatore ha previsto l'uso dei derivati per le Amministrazioni Pubbliche solo nel caso in cui si fosse ridotto il costo finale del debito e l'esposizione finanziaria ai rischi di mercato e si contenevano i rischi di credito in essere. La complessità degli strumenti utilizzati, la difficoltà della loro valutazione, l'insufficiente capacità di comprenderne i rischi associati e, pertanto, l'incremento degli oneri finanziari, nonché la riduzione della trasparenza dei conti pubblici ha portato il legislatore a intervenire più volte per evitare l'assunzione di rischi eccessivi e l'utilizzo scorretto di tali strumenti da parte delle Pubbliche Amministrazioni. Da questo momento l'esposizione finanziaria delle Amministrazioni è iniziata a crescere, spesso senza controllo; infatti le

---

<sup>8</sup> In particolare, è permessa la copertura solo attraverso gli Interest Rate Swap plain vanilla, acquisto di cap e di collar e forward rate agreement.

Amministrazioni, nonostante la mancanza di esperienza e di strumenti adeguati, hanno concluso contratti di derivati anche complessi e occasionalmente al di fuori della legalità (caratterizzati cioè da rischi esorbitanti, strutture opache e non sempre volti alla copertura del rischio). È emerso che i contratti più rischiosi erano quelli legati all'emissione dei bond di tipo bullet per ristrutturare i debiti, inoltre queste operazioni erano svolte con banche internazionali, quindi al di fuori del controllo della Centrale dei rischi<sup>9</sup> di Banca d'Italia.

Generalmente la ratio dietro all'uso dei derivati nelle Amministrazioni Pubbliche poteva portare a una copertura dal rischio di tasso efficace che permettesse la ristrutturazione del debito, ma il problema principale è stata la totale mancanza di controllo legale sui contratti stipulati. Di conseguenza, attualmente, ci troviamo in una situazione incontrollabile con molte posizioni finanziarie degli enti in perdita dovuta alla curva di andamento dei tassi d'interesse a livello internazionale. Pertanto, cercando di rimediare al danno, spesso si è ricorso alla rimodulazione del contratto derivato con nuove operazioni che, nella maggior parte dei casi, ha portato solo a un peggioramento della perdita.

Come vedremo la disciplina per l'uso dei derivati è stata introdotta progressivamente e si avvalora anche di un contesto europeo.

---

<sup>9</sup> È un sistema di archivio d'informazioni che tramite una base dati controlla le posizioni debitorie dei soggetti che interagiscono con gli intermediari finanziari.

## **LEGGE FINANZIARIA 2007, 2008 E 2009**

Le leggi finanziarie del 2007 (legge 27 dicembre 2006, n. 296) e del 2008 (legge 24 dicembre 2007, n. 244) hanno ulteriormente limitato l'uso dei derivati finanziari rispetto alla legge già in vigore e hanno introdotto un livello di maggiore trasparenza. Scendendo nei dettagli, la legge finanziaria del 2007 ha previsto l'obbligo di comunicare preventivamente i contratti derivati al Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia, stabilendo un processo di controllo in quanto la comunicazione rappresenta una condizione legale per l'efficacia dei contratti derivati. Il Ministero ne verifica la conformità alla normativa vigente e se riscontra violazioni deve informare la Corte dei Conti che interviene in base alle proprie competenze. Inoltre, seguendo il principio della trasparenza, gli enti devono trimestralmente fornire al MEF l'elenco delle operazioni effettuate e i relativi dati di utilizzo del credito bancario a breve termine. Con la legge finanziaria del 2008 si prosegue con questi criteri aggiungendo che le modalità contrattuali siano dichiarate nel bilancio. Nel 2009 ci fu una proposta di modifica della legge finanziaria per contenere l'indebitamento delle provincie autonome di Trento e Bolzano e degli enti locali. Questa si basava sul divieto, per tali enti, di stipulare contratti derivati fino all'entrata in vigore di un regolamento del Ministero delle Finanze e dell'Economia che aveva il compito di decidere quali tipi di strumenti derivati potevano essere stipulati dagli enti. La normativa prevedeva la nullità dei contratti che violavano le norme del regolamento o che erano privi di un'attestazione scritta dall'ente in cui si dichiarava che si era a conoscenza del rischio e delle caratteristiche dei contratti. Questa proposta non venne mai attuata.

## **INDAGINE CONOSCITIVA DELLA COMMISSIONE FINANZE E TESORO DEL SENATO**

Anche la Commissione Finanze e Tesoro del Senato si è occupata della questione degli strumenti di finanza derivata perseguendo degli obiettivi di correttezza, trasparenza e tutela delle Amministrazioni Pubbliche. I principi cardine individuati nel documento XVII n. 5 nel marzo 2010 sono: il divieto per gli enti territoriali e locali di emettere prestiti obbligazionari con rimborso unico alla scadenza (bullet) evitando il rinvio nel lungo termine del peso dei debiti contratti sul mercato; il divieto di sottoscrivere contratti derivati che prevedano il versamento preventivo di premi up-front; il dovere per gli intermediari finanziari di certificare di aver acquisito le informazioni e di aver valutato adeguatamente le loro conoscenze, esperienze e capacità di comprendere i rischi delle operazioni che intendono stipulare e dall'altra parte, l'obbligo in capo al dirigente locale competente di dare piena evidenza della avvenuta comprensione dei rischi e delle caratteristiche delle previste operazioni di cancellazione, rinegoziazione o riassegnazione. La Corte Costituzionale ha chiarito che le norme introdotte hanno l'obiettivo di garantire e tutelare gli Enti territoriali e locali nella stipulazione dei contratti derivati, evitando l'assunzione di oneri occulti o non prevedibili. In definitiva, secondo la Corte, proprio le peculiari caratteristiche di tali strumenti hanno indotto il legislatore statale a prevedere, riguardo le contrattazioni in cui siano parte le Regioni e gli Enti locali, una specifica normativa non solo per l'accesso al relativo mercato mobiliare, ma anche per la loro gestione e rinegoziazione. Tali contratti, infatti, presentano ampi profili di spiccata aleatorietà in grado di pregiudicare il complesso «delle risorse finanziarie pubbliche utilizzabili dagli enti stessi per

il raggiungimento di finalità di carattere, appunto, pubblico e, dunque, di generale interesse per la collettività»<sup>10</sup>.

## **LEGGE DI STABILITA' 2014**

A causa dell'espansione fuori controllo dei derivati nelle Amministrazioni Locali, nel 2009 (art. 62, D.Lgs. n. 112/2008) ci fu la sospensione temporanea dell'attività in derivati per le Regioni e gli Enti locali, che poi divenne definitiva con la legge di stabilità del 2014 (fatte salve alcune eccezioni). Con l'articolo 1, comma 572 della legge n. 147 del 2013 si modifica drasticamente la normativa sul ricorso ai derivati finanziari da parte degli Enti territoriali. Con questa legge gli Enti locali non possono più sottoscrivere derivati o contratti con componenti derivate o rinegoziare quelli che sono già in essere. Gli Enti non possono emettere obbligazioni o altre passività in valuta estera con lo scopo di ridurre il rischio di cambio; inoltre, continua il divieto di emettere titoli con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza. Tuttavia, sono previste delle deroghe, perciò gli Enti potranno:

- Estinguere totalmente i contratti derivati in via anticipata;
- Riassegnare i medesimi contratti a controparti diverse dalle originarie, senza modificare i termini e le condizioni finanziarie del contratto (novazioni soggettive);
- Ristrutturare il contratto di strumenti finanziari derivati che originano dalla modifica delle passività alla quale il medesimo contratto è riferito, a condizione che siano operazioni prive di componenti opzionali e volte alla trasformazione da tasso fisso a tasso variabile e viceversa;

---

<sup>10</sup> Sentenza n. 52 del 2010



- Acquistare contratti di finanziamento cap per proteggersi dall'aumento dei tassi relativi a un contratto di mutuo;
- Cancellare le clausole di risoluzione anticipata ed eliminare le componenti opzionali, diverse dal cap, mediante regolamento per cassa all'interno dell'esercizio di riferimento del saldo.

Ai contratti derivati sottoscritti in violazione delle suddette disposizioni si applica la sanzione della nullità. Dopo cinque anni dall'ultimo provvedimento in materia si è colmata la lacuna normativa scegliendo un regime restrittivo riguardante l'uso dei derivati per gli Enti pubblici. In questo modo si definisce la modalità corretta e gli strumenti con i quali gli Enti locali possono usufruire dei derivati finanziari.

## **REGOLAMENTO EUROPEO SUI DERIVATI**

Per quanto concerne la normativa europea rivolta ai derivati, è stata emanata una normativa con l'obiettivo di rendere più trasparente l'intero sistema finanziario. A tal proposito il 4 luglio 2012 il Parlamento e il Consiglio Europeo hanno emanato il regolamento UE n. 648/2012 (European Market Infrastructure Regulation – EMIR) che rappresenta una cornice europea comune per gli strumenti derivati negoziati fuori dai mercati regolamentati. Infatti, nei mercati OTC i negoziati avvengono privatamente e le informazioni che li riguardano sono accessibili solo alle parti contraenti, per questo può essere difficile conoscere la natura e il rischio del contratto derivato. Il regolamento è entrato formalmente in vigore il 16 agosto 2012 e impone alle parti alcuni obblighi stringenti per un più corretto funzionamento del mercato OTC e di tutto il sistema finanziario europeo. Gli obblighi sono principalmente tre: obbligo per tutte le controparti di utilizzare la

compensazione nel mercato dei derivati standardizzati per ridurre il rischio di controparte; obbligo per tutte le controparti di adottare tecniche di mitigazione, attraverso strumenti elettronici, del rischio non soggetto a compensazione ossia il rischio operativo; obbligo di segnalazione di tutte le operazioni relative ai mercati OTC, rendendole accessibili alle autorità di vigilanza (incluso l'ESMA) e per migliorarne la trasparenza. In conclusione, il regolamento EMIR ha l'obiettivo di ridurre il rischio sistemico, aumentare la trasparenza del mercato OTC e mantenere la stabilità finanziaria. Inoltre, il Regolamento comunitario n. 600/2014, chiamato MiFIR, sui mercati degli strumenti finanziari, modifica il regolamento precedente e uniforma ulteriormente la normativa sotto molteplici punti di vista: comunicazione al pubblico di dati sulle negoziazioni, segnalazione delle operazioni alle autorità competenti, accesso non discriminatorio alla compensazione e alla negoziazione di valori di riferimento, poteri conferiti all'ESMA circa i controlli sulla gestione delle posizioni e alle limitazioni delle posizioni.

Nel merito dei derivati negli Enti pubblici entrò anche la sezione Antitrust della Commissione Europea, con la decisione del 4/12/2013 (ma resa pubblica solo nel 2016), con la quale si sanzionarono alcune imprese bancarie e finanziarie per illeciti riguardanti il tasso Euribor nel periodo tra settembre 2005 e maggio 2008. Grazie a questa sentenza, i cittadini, gli enti pubblici e le imprese poterono chiudere tutti i contratti di mutuo, prestiti e derivati stipulati in quel periodo, ancora attivi o scaduti da non oltre 5 anni, ricevendo un risarcimento integrale di tutti gli interessi sui mutui e dei flussi negativi dovuti ai derivati.

## CONCLUSIONI

La situazione presentata dalla Banca d'Italia nel 2019 riguardante gli Enti locali che stipulano contratti derivati è molto interessante. I contratti di strumenti derivati si sono ridotti del 84%, ora sono solo 107 su tutto il territorio italiano. Anche il capitale nozionale dei contratti si è ridotto del 80% arrivando a un massimo di 6.437 miliardi e l'incidenza percentuale sul debito degli enti è circa un quarto rispetto al momento di maggior utilizzo nel 2007. Inoltre, l'argomento è tornato di grande attualità con la recente assoluzione dei vertici del Tesoro dall'accusa del danno erariale di oltre 3 miliardi di euro, dovuto all'utilizzo dei derivati, con la sentenza 50/2019 della Sezione Centrale d'Appello della Corte dei Conti che conferma quella di primo grado della sezione giurisdizionale Lazio 346/2018. Secondo la Corte, la valutazione costi-benefici ex ante è stata eseguita nell'ambito di oggettiva discrezionalità in accordo con la normativa vigente. Il giudice di secondo grado, infatti, ha accertato che le decisioni del Ministero dell'Economia di operare con gli strumenti derivati sono avvenute in piena legittimità. I motivi che hanno portato alle perdite verificatesi negli anni è stata la previsione sbagliata degli andamenti dei tassi (anche a livello internazionale) che non ha permesso il verificarsi della funzione di protezione dei derivati, ma che invece ha avuto solo conseguenze spiacevoli per l'Amministrazione Pubblica sia locale che centrale (Tab IV descrive l'evoluzione dell'impatto dei derivati sul debito pubblico dal 1996 al 2016).

Per concludere, l'utilizzo dei derivati finanziari da parte del settore pubblico italiano è stato dovuto in gran parte alla forte attrattività di questi contratti per i soggetti che non avevano le competenze necessarie per valutarli. Infatti, il classico swap garantiva un flusso di cassa in entrata a favore dell'Ente, il suddetto premio up-front, che faceva gola a moltissimi Comuni per via del patto di

stabilità<sup>11</sup>. L'incasso dell'up-front è però fuorviante perché i successivi flussi finanziari sarebbero stati tutti a favore della controparte, in quanto le banche perseguono ovviamente fini di profitto.

Questo non veniva preso in considerazione dall'Amministrazione, oppure se lo era, si agiva in malafede in quanto i pagamenti sarebbero stati erogati nel futuro rappresentando un'uscita di competenza delle amministrazioni future. Il problema dell'utilizzo dei derivati finanziari in Italia è legato al fatto che è avvenuto in condizioni legali precarie per molti anni, questo ha portato a una situazione di indebitamento inedita in tutta l'Europa. Ad esempio, l'approccio inglese è stato totalmente differente nei riguardi dei derivati finanziari: il 24 gennaio 1991, nel caso riguardante il municipio londinese di Hammersmith e Fulham, la House of Lords stabilì che il contratto di swap, comportando necessariamente a un profitto o una perdita in relazione ai tassi di riferimento, era sempre sorretto da un intento speculativo e, se stipulato da un ente territoriale, era contro la legge. Per concludere, i derivati finanziari non sono strumenti negativi perché hanno lo scopo di protezione di copertura dei rischi di indebitamento, ma sono strumenti delicati e di difficile comprensione e in particolare, se utilizzati con le risorse pubbliche, bisognerebbe trattarli in modo da ridurre al massimo le potenziali perdite.

---

<sup>11</sup> È un accordo comunitario stipulato nel 1997, che vincola i paesi della zona euro al rispetto, pena sanzioni, di vincoli di bilancio statale: ad esempio, mantenere il rapporto deficit/Pil al di sotto del 3% e il rapporto debito pubblico/Pil al di sotto del 60%. Per far ciò ogni paese deve controllare il bilancio netto degli enti territoriali.

## BIBLIOGRAFIA

- D. CHANCE, A Chronology of Derivatives, Derivatives Quarterly 2, 1995
- I. BUFACCHI, Debito pubblico, "ecco come si può tagliare", Sole24Ore, 8 marzo 2019
- Ragioneria Generale dello Stato, La Spesa dello Stato dall'Unità d'Italia, 2011
- D. COLOMBO, Cala la spesa per interessi, costo delle emissioni allo 0.70%, Sole24Ore, luglio 2016
- G. TIMPONE, Debito pubblico, derivati costati oltre 25 miliardi in 4 anni con la scommessa persa sui tassi, Investireoggi, 23 aprile 2019
- G. TIMPONE, Debito pubblico risale a ottobre e scoppia lo scandalo derivati, Investireoggi, 15 dicembre 2017
- G. TIMPONE, Derivati su debito pubblico non sono una truffa, ma bisogna saperli usare, Investireoggi, 7 giugno 2017
- M. LONGO, Derivati di Stato per ridurre il deficit, poi è arrivato il "conto" di 24 miliardi, Sole24Ore, 15 dicembre 2017
- A. MINCUZZI, Derivati Milano, banche e funzionari assolti in appello. Ubs: ora mancano le scuse, Sole24Ore, 7 marzo 2014
- L. BENEDETTI, I derivati finanziari degli enti locali a dieci anni dalla crisi, Sole24Ore, 12 aprile 2019
- D. GAUDIELLO, Operatività in derivati ristretta per gli enti locali, dopo la legge di Stabilità 2014, Diritto bancario.it, 8 gennaio 2014
- A. CUSTODERO e W. GALBIATI, Scandalo derivati, Corte conti convoca Morgan Stanley. Danno erariale da 4 miliardi, Repubblica, 14 settembre 2016

W. GALBIATI e E. RANDACIO, Derivati Milano, sindaci icsperiti che hanno chiesto alle banche di essere "indipendenti", Repubblica, 3 giugno 2014

CONSIGLIO DI STATO SEZ. V, N. 5962, Contratti derivati e costi impliciti: il Consiglio di Stato chiude la vicenda della provincia di Pisa, Dirittobancario.it, 28 novembre 2012

Truffa dei derivati a Milano, La Stampa, 25 giugno 2019

Derivati, la Provincia vince la causa, Il Tirreno, 30 novembre 2010

Sentenza N. 1937 del giorno 7 marzo 2014

Borsaitaliana.it

Provincia di Pisa.it

Rapporto sulla gestione del debito pubblico 2015 MEF

Rapporto sulla gestione del debito pubblico 2017 MEF

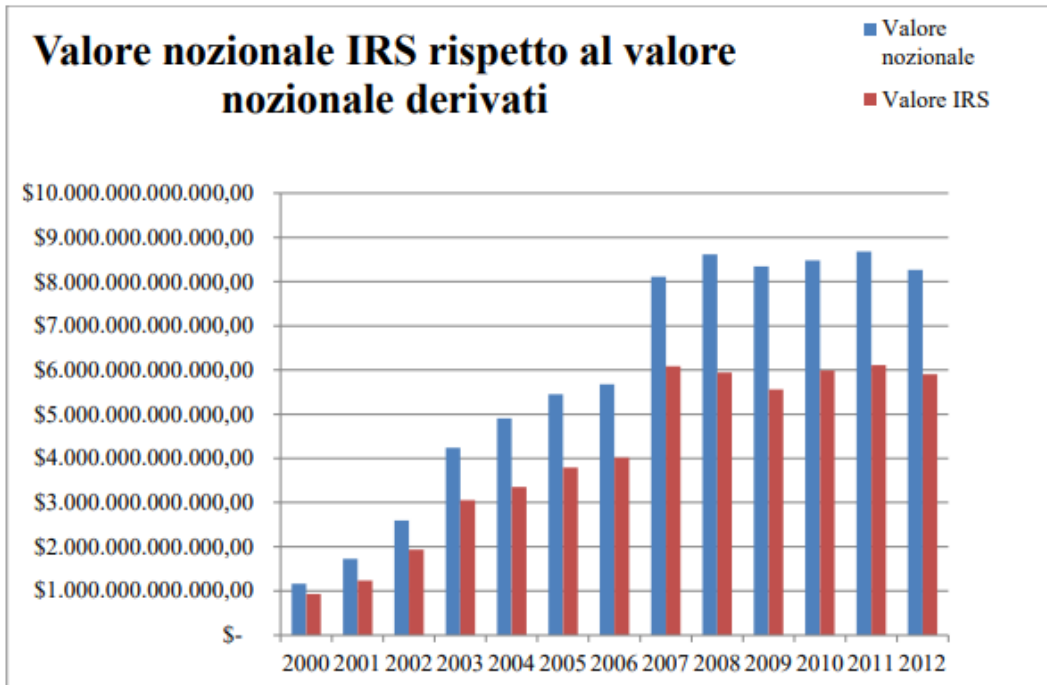
Consob

Camera dei deputati XVII Legislatura, strumenti finanziari derivati, 16 febbraio 2018

Eur-lex.europa.eu – norme dell'Unione Europea sui contratti derivati (regolamento N. 600/2014)

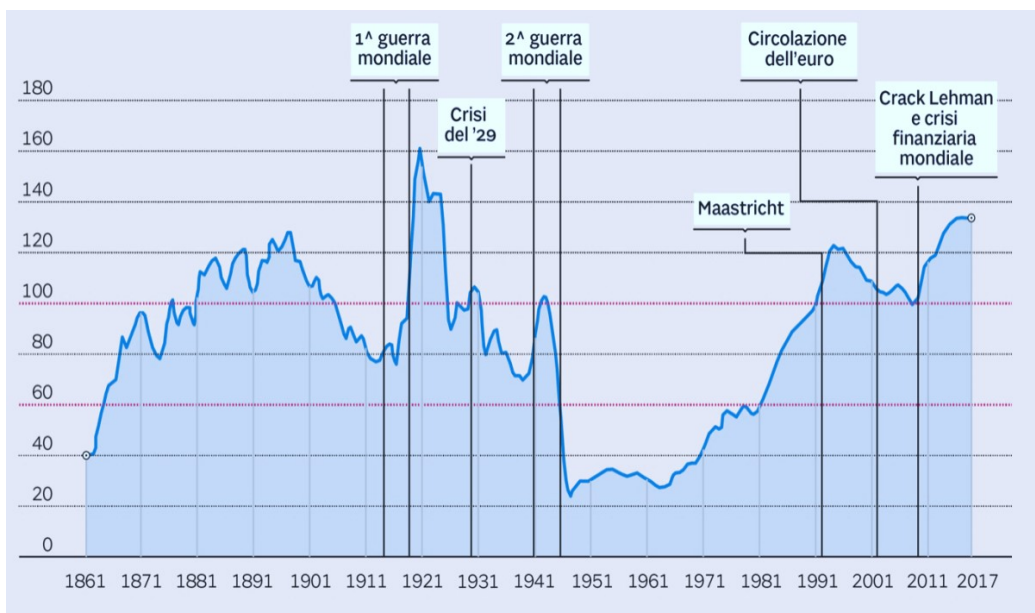
Osservatorioentilocali.it

## ALLEGATI



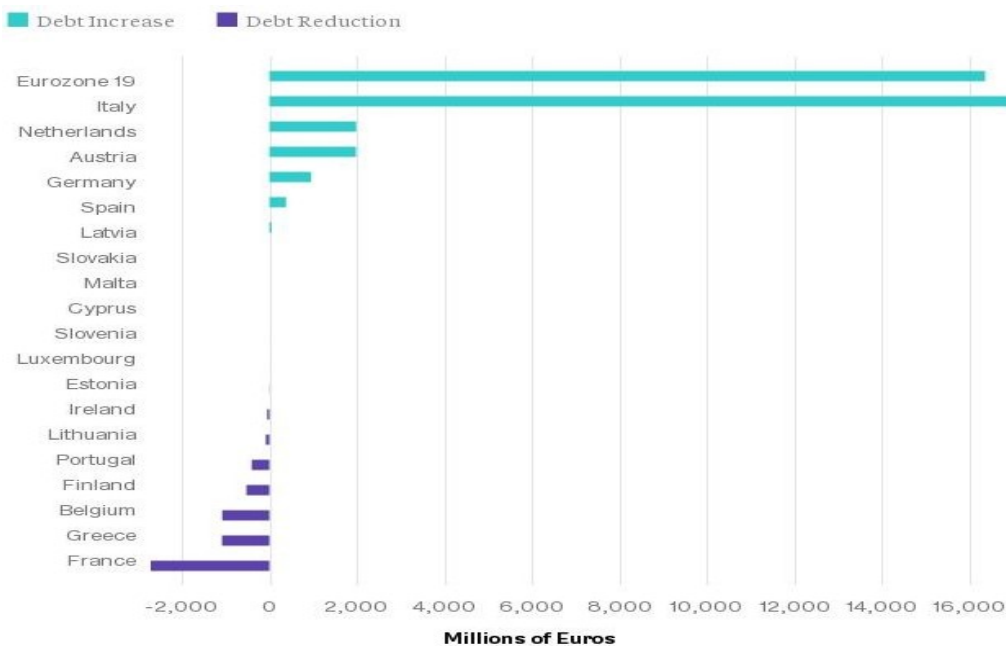
Tab. I 1.1.1 Valore nozionale IRS rispetto al valore nozionale derivati.

(Fonte: Banca d'Italia)



Tab II 2 Debito pubblico italiano dall'Unità d'Italia al 2017 in percentuale del PIL.

(Fonte: Banca d'Italia)



Source: Bloomberg News calculations based on Eurostat data.

Bloomberg

Tab. III 2.2 Impatto dei derivati sul debito pubblico dei paesi europei.

(Fonte: Bloomberg)



Tab IV Impatto dei derivati su deficit

(Fonte: Sole24Ore)



## RINGRAZIAMENTI

Eccoci arrivati allo step finale di questo percorso: la famigerata laurea. È stato un viaggio di alti e bassi, di speranze e illusioni con lacrime di gioia e di disperazione. Inoltre, questo momento così atteso è arrivato in un anno molto particolare, per non dire brutto. Al momento in cui scrivo questi ringraziamenti (che come alcuni di voi sanno, non volevo fare inizialmente) non so se avrò la possibilità di festeggiare con i miei amici. Vedremo. Intanto è probabile che la proclamazione di laurea sarà online, o meglio in via telematica, come lo è stata la nostra vita nei mesi di quarantena. È un periodo assurdo e forse si potrebbe dire che anche questa laurea lo è, confesso che anche io devo ancora realizzare del tutto. Spero con tutto il cuore che si potrà festeggiare come si deve questo giorno, così da chiudere in grande questo capitolo e iniziare con grinta il prossimo.

Per iniziare vorrei fare dei ringraziamenti speciali a me stessa perché ho tenuto duro fino alla fine, ma con la consapevolezza che dovrò continuare a farlo anche durante la magistrale. Arrivati a questo punto ci vuole un momento per fermarsi e guardare al passato e darsi una pacca sulla spalla perché non è stato facile ma ce l'ho fatta. Nonostante le difficoltà di questi anni la passione per l'economia ha avuto la meglio, per fortuna! Così ora posso stringere quel pezzo di carta sudato e in futuro ambire a lavorare in un settore che mi ha sempre affascinato. Mi rendo conto che affrontare tutto ciò da sola sarebbe stato infinitamente più difficile, perciò vorrei spendere alcune parole per le persone che mi sono state vicine.

Vorrei ringraziare i miei compagni di avventure fin dai tempi del liceo Mirko, Filippo e Debora, ora abbiamo preso tutte strade differenti, ma i sabati sera ci incontriamo tutti insieme per ridere dei tempi passati a scuola (che sono veramente tanti e “pacchevoli”), guardare al futuro che ci aspetta, scherzare e a volte anche per lamentarci del mondo universitario. Sono stati una costante importante in questo percorso che mi ha visto crescere sotto tanti punti di vista. Menzione speciale per Debora che è stata presente in tutti i miei momenti di sconforto, più o meno disperati, ma che è riuscita a dissipare sempre con tanta ma tanta pazienza strappandomi spesso un sorriso. È stata una dispensatrice di ottimi consigli e una persona veramente fidata che penso che ormai mi conosca meglio di me stessa. Ringrazio tutti loro perché ci sono sempre stati e spero che possano dire lo stesso di me.

Vorrei ringraziare le mie amiche di una vita Sara, Giorgia e Angelica che mi hanno mostrato il lato più sbarazzino dell'università, cercando il modo, a volte, di non prendermi troppo sul serio. Infatti, a volte tendo a focalizzarmi troppo su qualcosa, ma loro riescono a farmi distogliere con molta facilità il pensiero dal problema che mi assilla. Conosco Giorgia e Sara fin dall'asilo e abbiamo avuto modo di attraversare insieme tutte le fasi della nostra vita cercando di rimanere unite nel tempo e mi auguro che questo possa continuare ancora; Angelica è arrivata nel gruppo

successivamente ma rappresenta per me un punto di vista di una persona concreta, al di fuori dal mondo universitario. Insieme formiamo un gruppo equilibrato e al tempo stesso un po' pazzo, ma mi piace proprio per questo e non lo cambierei di una virgola.

Vorrei ringraziare anche le persone con cui, più di tutte, ho condiviso la vita universitaria, le mie coinquiline Rebecca, Veronica e Greta. Con Veronica e Rebecca ho condiviso l'ansia degli inizi: nuova città, nuova università e nuova casa. Fin da subito ci siamo trovate bene sostenendoci a vicenda nelle novità che ci attendevano. Ricordo con un gran sorriso tutte le partite di ping pong sul tavolo (Rebecca era la raccattapalle), tutti i momenti di karaoke sul divano, le cene condivise e la ricerca di ogni tipo di dolci dopo cena o le ricette di Veronica con ingredienti di fortuna. Vi ringrazio anche per i momenti di "bullismo" nei miei confronti che a vostro dire mi aiutavano a crescere; mi sbilancio e ammetto che forse è anche vero (ma non troppo). Greta invece è la coinquilina "piccola" con la quale ho stretto un legame forte fin da subito anche grazie alle peripezie con Vivaservizi, ma che spero, Covid-19 permettendo, di intensificare ancora di più in questi anni.

Vorrei ringraziare Giulia, Arianna, Jessica, Francesca Roberta e Carlotta che spesso hanno partecipato ai sabati sera di risate e di lamentele per l'università. Se sarà possibile faremo un brindisi a tutti i "stasera non posso fare tardi" o "stasera non riesco" a causa di esami e lezioni varie che hanno un po' caratterizzato questi ultimi anni, augurandoci di festeggiare questo e altri nostri successi.

Vorrei ringraziare i sopravvissuti a Giorgio Fuà, Michele e Alex, con i quali ho condiviso questi anni di studio pieni di lezioni con annesse figuracce, file alla mensa, passeggiate lungo il corso con tappa fissa da Tiger e Dadi e mattoncini, qualche serata al Donegal al ritmo di "bailar" e l'immane passeggiata alla fiera di San Ciriaco con acquisti poco probabili di varie "cose" e del mitico bombolone alla crema. Penso che condividere con qualcuno gli scleri a causa dello stesso prof o per gli stessi esami riduca notevolmente la tensione universitaria e loro sono stati fondamentali per sdrammatizzare quei momenti.

Per ultimo, ma non meno importante, vorrei ringraziare mia madre, mio padre e mio fratello innanzitutto per il sostegno economico che ha permesso tutto ciò. Grazie a loro ho potuto studiare una materia che mi appassiona veramente appoggiandomi in questa mia scelta. Ma ancora più importante per me è stata la costanza e l'affetto con cui mi hanno supportata e incoraggiata a non mollare mai ed a continuare per la mia strada avendo la certezza di trovarli sempre dalla mia parte. Infine, vorrei dire grazie ai miei parenti giù a Lecce, in particolare a mia nonna che, anche se solo per telefono, mi ha rassicurata, spronata e ha festeggiato con me i voti annullando, in quel momento, la distanza chilometrica tra noi.

Vi voglio bene, grazie di tutto

Benedetta