

Commissione 6^a del Senato della Repubblica (Finanze e Tesoro)

***Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione
degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni
nelle pubbliche amministrazioni***

Audizione del Capo del Servizio Studi
di Struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia
Daniele Franco

Senato della Repubblica
8 luglio 2009

Indice

1. Introduzione e sintesi	5
2. Il mercato degli strumenti finanziari derivati	6
2.1 <i>Gli strumenti finanziari derivati</i>	6
2.2 <i>Le finalità e i rischi del ricorso a strumenti derivati</i>	8
2.3 <i>Le dimensioni del mercato degli strumenti finanziari derivati</i>	10
3. Il ruolo della Banca d'Italia: compiti della Vigilanza	13
4. La normativa che disciplina il ricorso al mercato dei capitali da parte delle Amministrazioni locali	16
4.1 <i>I limiti all'indebitamento</i>	16
4.2 <i>La normativa sull'utilizzo di strumenti finanziari derivati</i>	18
5. La dinamica del debito delle Amministrazioni locali	22
6. Le operazioni di cartolarizzazione delle Amministrazioni locali	24
7. L'operatività in strumenti finanziari derivati delle Amministrazioni locali	26
7.1 <i>Le operazioni con intermediari operanti in Italia</i>	26
7.2 <i>L'operatività in derivati connessa con i prestiti bullet</i>	29
8. Aspetti problematici nell'utilizzo di strumenti derivati da parte delle Amministrazioni locali	32
9. Alcune valutazioni	33
Appendice - Derivati e Amministrazioni locali: l'esperienza di altri paesi	38
Tavole e figure	41

1. Introduzione e sintesi

L'utilizzo di strumenti finanziari derivati e il ricorso a operazioni di cartolarizzazione da parte di Regioni, Province e Comuni vanno inquadrati nell'ambito delle politiche di indebitamento e della gestione del debito delle Amministrazioni locali.

Il Titolo V della Costituzione stabilisce che le Amministrazioni locali possano indebitarsi solo a fronte di spese di investimento. La legge 5 maggio 2009, n. 42, di Delega al Governo in materia di federalismo fiscale, in attuazione dell'articolo 119 della Costituzione, prevede il concorso di tutte le Amministrazioni pubbliche al conseguimento degli obiettivi di finanza pubblica nazionale. Ciò richiede che le politiche di indebitamento delle Amministrazioni locali siano improntate a principi di rigore e trasparenza.

La gestione del debito deve essere finalizzata a ridurre gli oneri per la collettività tenuto conto dei rischi connessi con le operazioni effettuate. Gli strumenti finanziari derivati, ove correttamente utilizzati, possono contribuire a ridurre i rischi connessi con le operazioni di indebitamento degli enti e rendere più stabile il profilo degli oneri attesi.

Per evitare comportamenti opportunistici nell'utilizzo degli strumenti finanziari derivati, volti per esempio a posticipare alcuni oneri a esercizi futuri, occorre una regolamentazione che, nel rispetto dell'autonomia degli enti, definisca principi e vincoli efficaci, in particolare riguardo alla tipologia delle operazioni consentite; occorre anche un attento monitoraggio che disincentivi i comportamenti elusivi. In sostanza, si tratta di completare la regolamentazione introdotta nel corso degli ultimi anni.

Il ricorso a strumenti finanziari derivati comporta impegni per le finanze degli enti per periodi di tempo relativamente lunghi. Esso deve trovare adeguata rappresentazione contabile. Bilanci pubblici più trasparenti possono favorire una maggiore responsabilità degli enti e un più attento controllo delle loro politiche di indebitamento.

* * * * *

Le Sezione 2 e 3 di questa nota esaminano in generale il mercato degli strumenti finanziari derivati e il ruolo della Vigilanza della Banca d'Italia sull'utilizzo degli strumenti finanziari derivati. Le parti che seguono si concentrano sulle Amministrazioni locali. In particolare, la Sezione 4 esamina l'evoluzione della normativa concernente il ricorso al mercato dei capitali da parte delle Amministrazioni locali. La Sezione 5 delinea l'evoluzione del debito delle Amministrazioni locali. La Sezione 6 considera brevemente le operazioni di cartolarizzazione effettuate da Amministrazioni locali. La Sezione 7 esamina l'operatività delle Amministrazioni locali in strumenti finanziari derivati. La Sezione 8 mette in luce alcuni aspetti problematici di tale operatività. La Sezione 9 conclude con alcune riflessioni sui possibili sviluppi futuri della regolamentazione riguardante il ricorso delle Amministrazioni locali a strumenti finanziari derivati. L'Appendice considera sinteticamente le esperienze del Regno Unito e della Germania.

2. Il mercato degli strumenti finanziari derivati¹

2.1 Gli strumenti finanziari derivati – Gli strumenti finanziari derivati sono contratti il cui valore è determinato dall'andamento di altre variabili (quotazioni azionarie, tassi di interesse e di cambio, prezzi di merci, variabili climatiche, merito di credito di uno o più soggetti, ecc.). Il termine “derivato” sta dunque a indicare la derivazione del valore dello strumento da un'attività o da un'altra variabile sottostante.

I principali strumenti finanziari derivati sono: (i) i contratti a termine (futures e forward), (ii) gli swap (interest rate, currency, credit default), (iii) le opzioni.

I futures e i contratti di opzione con caratteristiche standard sono negoziati sui mercati regolamentati. Gli swap, i contratti forward e le opzioni non standard sono scambiati in mercati non regolamentati, denominati *over the counter* (OTC).

Le tipologie dei contratti derivati sono molto differenziate. Si sono diffusi schemi complessi, frutto di tecniche di ingegneria finanziaria, che possono essere

¹ Cfr. l'audizione informale del Direttore Generale della Banca d'Italia presso la 6^a Commissione permanente (Finanze) della Camera dei Deputati del 6 novembre 2007 su *Le problematiche relative agli strumenti finanziari derivati*.

sostanzialmente rappresentati come combinazioni di più derivati di base (i cosiddetti *plain vanilla*); in questi casi i contratti sono denominati solitamente come “esotici”.

Uno strumento ampiamente diffuso, anche presso le Amministrazioni pubbliche, è l’interest rate swap (IRS). Nella sua formulazione più semplice, tale contratto prevede lo scambio tra le parti, per un periodo di tempo determinato, di flussi di interessi calcolati su un importo monetario di riferimento (il cosiddetto “valore nozionale”). In particolare, questi contratti prevedono che una parte paghi all’altra un flusso di interessi calcolato sulla base di un tasso fisso e riceva in cambio un flusso di interessi calcolato sulla base di un tasso variabile, solitamente agganciato all’andamento dei tassi sui mercati monetari o finanziari². I contratti possono prevedere clausole aggiuntive volte a modificare il tasso pagato da una delle controparti al verificarsi di talune condizioni. Ad esempio, alcuni contratti prevedono che il tasso variabile sia limitato all’interno di un determinato corridoio (*collar*), definito da un valore massimo (*cap*) e da un valore minimo (*floor*). La combinazione di interest rate swap con componenti opzionali complica la valutazione del contratto in termini sia di copertura dei rischi sia di convenienza.

I contratti possono anche prevedere che una controparte corrisponda all’altra un premio (*upfront*) al momento della stipula del contratto³. Ciò si riflette in un valore di mercato, calcolato sulla base dei tassi di interesse vigenti, che per una delle controparti è negativo immediatamente dopo la stipula.

Tra gli strumenti introdotti più recentemente vi sono i derivati su crediti. Questi contratti consentono di trasferire il rischio di insolvenza relativo ad una determinata attività finanziaria da un soggetto ad un altro. La tipologia contrattuale maggiormente diffusa è rappresentata dai credit default swap (CDS), strumenti che danno all’acquirente il diritto a ricevere dal venditore il valore nominale di un titolo emesso da una determinata società, qualora quest’ultima risulti insolvente. Poiché i CDS sono scambiati unicamente su mercati non regolamentati, le caratteristiche dei singoli contratti possono variare sulla base di accordi bilaterali tra i contraenti. Come

² Il regolamento dei flussi di interesse dovuti tra le controparti avviene in via differenziale.

³ I contratti che presentino alla stipula un valore di mercato nullo per le due controparti sono detti contratti *par*, quelli che prevedano valori di mercato positivi o negativi sono detti *non par*.

si dirà in seguito, alcune tipologie di contratti derivati (gli swap di ammortamento) sottoscritti da Amministrazioni locali sono a volte associate a CDS.

2.2 Le finalità e i rischi del ricorso a strumenti derivati – L'utilizzo degli strumenti finanziari derivati mira a due finalità principali: di copertura dei rischi e speculativa. Sotto il primo profilo si sfrutta la possibilità di assumere, per effetto della sottoscrizione del contratto, una posizione di segno opposto rispetto a quella da cui origina il rischio che si intende coprire⁴. L'utilizzo con finalità speculative invece riflette essenzialmente una scommessa sull'andamento della variabile sottostante. Nel caso di contratti caratterizzati da strutture finanziarie particolarmente complesse è difficile valutare se la finalità è di pura copertura, poiché non è agevole individuare una relazione stabile tra l'evoluzione del valore del contratto finanziario oggetto di copertura e quella del valore del derivato.

Da tempo è maturato un ampio consenso sulla utilità dei derivati per il buon funzionamento dei mercati finanziari e, conseguentemente, sulla loro ammissibilità giuridica. Considerata l'elevata rischiosità che i medesimi comportano sia per gli intermediari che per la clientela, l'operatività in tali strumenti è oggetto di una regolamentazione specifica ed è soggetta a controlli.

L'operatività in derivati, oltre all'assunzione di rischi di mercato connessi con l'andamento delle variabili sottostanti, comporta ulteriori rischi: rischi di controparte dovuti all'eventuale inadempienza contrattuale, rischi legali riconducibili a carenze nella documentazione contrattuale e a violazione di norme regolamentari, rischi operativi conseguenti a frodi, errori umani e inadeguatezze delle procedure.

I rischi connessi con i derivati possono risultare particolarmente elevati quando questi prevedono che l'entità delle prestazioni a carico dei contraenti venga

⁴ Un esempio può chiarire in che modo gli strumenti derivati possano essere utilizzati per la copertura dei rischi connessi con la variazione dei tassi di interesse. Ipotizziamo che un soggetto abbia un debito di valore 100 su cui paga un tasso di interesse variabile pari a quello di mercato. Il soggetto risulta quindi esposto al rischio che gli interessi pagati per il servizio del debito varino nel tempo al modificarsi delle condizioni di mercato. Al fine di coprire tale rischio, egli può sottoscrivere un contratto swap con un valore nozionale pari al valore del debito (100). In base a tale contratto egli si impegna a pagare periodicamente una somma costante (ottenuta applicando al valore nozionale il tasso fisso stabilito dal contratto), mentre la controparte si impegna a pagare una somma variabile (ottenuta applicando al valore nozionale il tasso di mercato). In questo modo il soggetto potrà effettuare pagamenti costanti, che non dipendono dall'evoluzione futura dei tassi di mercato, e utilizzare i pagamenti della controparte per far fronte al servizio del debito.

amplificata al verificarsi di alcuni eventi⁵. In questi casi, il caratteristico effetto leva degli strumenti derivati, che in generale non richiedono uno scambio iniziale dei nozionali, viene ad essere esacerbato, sino a rendere il valore nozionale del contratto un indicatore inaffidabile del relativo rischio.

La valutazione da parte delle controparti degli strumenti più innovativi, tra cui i derivati sul rischio di credito e alcune forme di contratti con caratteristiche ibride, spesso adattate alle esigenze di singoli operatori, è un'operazione complessa. Ciò è vero soprattutto per gli strumenti scambiati sui mercati non regolamentati. In questi casi può risultare difficile per le controparti comprendere appieno i rischi connessi con le singole operazioni, nonché il valore stesso delle posizioni assunte. È su questi segmenti del mercato che l'attenzione delle autorità di controllo deve soffermarsi maggiormente.

Come è stato sottolineato dal Governatore della Banca d'Italia nell'audizione dello scorso ottobre presso questa Commissione⁶: “L'esperienza della crisi ha confermato che i prodotti derivati, in generale gli strumenti innovativi per il trasferimento del rischio, sono armi a doppio taglio. Se usati in modo accorto e prudente permettono agli operatori di coprire e diversificare il rischio e possono contribuire a ridurre la fragilità del sistema; se adoperati senza adeguata considerazione dei rischi consentono una moltiplicazione senza controllo della leva finanziaria. Al tempo stesso la proliferazione di strumenti complessi ha reso la distribuzione del rischio più opaca per il mercato, per i regolatori, per gli stessi operatori”.

Nella stessa occasione il Governatore ha indicato alcune linee di intervento volte a contenere gli effetti indesiderati di tali strumenti. In particolare: “La trasparenza richiede una drastica semplificazione e standardizzazione dei contratti; strumenti non standard sono, per natura, difficili da valutare. Deve essere contenuto con appropriate regole il grado di leva finanziaria. Per assicurare corretti incentivi, almeno nel caso dei derivati di credito una parte del rischio deve restare, in modo

⁵ Si pensi, ad esempio, a un contratto di swap in cui una parte paga un tasso fisso e l'altra un tasso variabile, pari ad esempio al tasso di mercato. Il contratto può prevedere che se il tasso di mercato supera un valore predeterminato i flussi di pagamento variabili si commisurino al tasso di mercato moltiplicato per un coefficiente superiore ad uno.

⁶ Cfr. l'audizione del Governatore della Banca d'Italia presso la 6^a Commissione Finanze e tesoro del Senato del 21 ottobre 2008 nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana*.

esplicito, a carico dell'*originator*⁷. Infine, quando gli strumenti vengono offerti al pubblico, deve essere rafforzata la protezione del contraente debole.”

2.3 Le dimensioni del mercato degli strumenti finanziari derivati – La maggior parte dei contratti derivati viene conclusa al di fuori dei mercati regolamentati, direttamente tra gli operatori interessati allo scambio. Secondo i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI)⁸, lo scambio di titoli derivati al di fuori dei mercati regolamentati si è ampliato costantemente fino alla prima metà del 2008, per poi calare nei mesi successivi con l'inasprirsi della crisi finanziaria.

Un indicatore di massima del volume dell'attività in derivati è rappresentato dal valore nozionale di tali contratti, ossia il valore di riferimento per il calcolo dei flussi di pagamento. Alla fine del 2008 le principali banche del G10 segnalavano un nozionale di circa 425.000 miliardi di euro (pari a circa dieci volte il PIL mondiale), con un aumento del 124 per cento rispetto alla fine del 2004 (tav. 1). Lo sviluppo di questi strumenti è stato favorito dalla rapida diffusione di nuove tipologie di contratti.

La quota relativa ai derivati che hanno come variabile di riferimento un tasso d'interesse è pari a circa il 70 per cento del totale dei contratti derivati scambiati su mercati non regolamentati segnalati dalle principali banche del G10; tra questi ultimi più dei tre quarti è costituito da interest rate swap.

Un'approssimazione del rischio assunto dagli operatori è data dal valore di mercato, che rappresenta la perdita (valore negativo) o il guadagno (valore positivo) potenziale che si determinerebbe per l'intermediario se il contratto venisse chiuso al momento della rilevazione. Secondo la medesima rilevazione della BRI, alla fine del 2008 il valore lordo di mercato, pari alla somma in valore assoluto delle componenti positive e negative, era pari a circa 24.000 miliardi di euro (6.900 nel 2004).

⁷ L'*originator* è, ad esempio, la banca o un altro intermediario che ha assunto il rischio di credito al momento della concessione del finanziamento.

⁸ Cfr. *Semiannual Over-The-Counter (OTC) Derivatives Markets Statistics*, Bank for International Settlements, Basilea. L'indagine prevede la rilevazione semestrale di statistiche sui derivati OTC su base consolidata presso un campione di banche e intermediari finanziari con sede nei paesi del G-10.

Alla crescita negli anni precedenti la crisi finanziaria hanno contribuito soprattutto i contratti stipulati tra istituzioni finanziarie. Più contenuta è stata l'espansione dei contratti che hanno come controparte un'istituzione non finanziaria (ossia famiglie, imprese e Amministrazioni pubbliche).

Anche in Italia le banche hanno accresciuto negli ultimi anni la propria operatività in derivati, sebbene a un ritmo inferiore a quello registrato nei mercati internazionali. Esse hanno fatto prevalentemente ricorso agli strumenti derivati per finalità di gestione dei rischi e diversificazione delle fonti di ricavo connesse con l'attività di negoziazione. La compravendita di strumenti derivati con la clientela rappresenta un'attività che completa l'offerta dei servizi bancari e finanziari più tradizionali.

Tra la fine del 2004 e la fine di marzo del 2009 il volume nozionale del complesso dei contratti derivati sottoscritti da banche operanti in Italia⁹ è aumentato del 43 per cento, passando da 6.400 a 9.200 miliardi di euro (tav. 2). La gran parte dei contratti derivati ha come parametro di riferimento una variabile dei mercati finanziari - tassi d'interesse, tassi di cambio e altri indicatori finanziari - mentre risulta limitata l'operatività in derivati di credito.

Alla fine dello scorso mese di marzo il valore lordo di mercato dei contratti stipulati dalle banche operanti in Italia (pari alla somma, in valore assoluto, dei valori di mercato positivi e di quelli negativi) ammontava a 374 miliardi di euro (209 miliardi nel 2004; tav. 3). La quota dei contratti con controparti residenti finanziarie (banche, società finanziarie e assicurazioni) era pari a circa il 30 per cento, quella con controparti residenti non finanziarie (imprese, famiglie e Amministrazioni pubbliche) ammontava a il 3,4 per cento, mentre il resto era riconducibile a non residenti.

La componente relativa alle controparti residenti non finanziarie (pari a 12,6 miliardi) riguardava per 8,3 miliardi le imprese, per 3 miliardi le Amministrazioni pubbliche e per 1,3 miliardi le famiglie. Il valore lordo di mercato dei contratti stipulati dalle banche italiane con Amministrazioni pubbliche faceva capo per circa il

⁹ Per banche operanti in Italia si intendono le banche autorizzate in Italia e le filiali italiane di banche estere. I dati riportati considerano anche l'operatività infragruppo delle banche; va tenuto conto che quest'ultima operatività, ovviamente, non rileva ai fini dell'analisi delle operazioni effettuate con Amministrazioni locali.

60 per cento ad Amministrazioni centrali e per la restante parte ad Amministrazioni locali.

Tra la fine del 2004 e la fine di marzo 2009, il saldo tra le posizioni con valore di mercato positivo e quelle con valore negativo è passato da 8,5 a -0,6 miliardi¹⁰. Nello stesso periodo il saldo nei confronti dei non residenti è passato da 3,1 a -8,2 miliardi, quello relativo alle controparti residenti da 5,3 a 7,6 miliardi. Nell'ambito di quest'ultima componente, il saldo riguardante le controparti residenti non finanziarie è passato da 4,3 a 8,4 miliardi; la sola componente riguardante le Amministrazioni pubbliche è passata da 0,3 a 2,7 miliardi.

I derivati assumono valori di mercato negativi o positivi in relazione all'andamento delle variabili finanziarie di riferimento nel periodo successivo alla stipula del contratto¹¹; ad esempio, nel caso di un interest rate swap, la riduzione dei tassi di mercato tende a ridurre il valore della posizione per il soggetto che si è impegnato a pagare un tasso fisso predeterminato e, simmetricamente, ad aumentarlo per la controparte.

In alcune circostanze i derivati presentano valori di mercato negativi o positivi già all'avvio della transazione, riflettendo la presenza di commissioni implicite, talvolta piuttosto onerose, che possono rendere le condizioni contrattuali non allineate con quelle prevalenti sul mercato. Inoltre, come già rilevato, un valore di mercato negativo o positivo può anche riflettere la presenza di premi corrisposti da una controparte all'altra al momento della stipula del contratto (*upfront*). In genere gli *upfront* sono di modesta dimensione e hanno la funzione di garantire che il contratto, al momento della stipula, sia finanziariamente equo. Come si dirà più avanti, le forme contrattuali che prevedono un pagamento iniziale da parte dell'intermediario sono particolarmente rilevanti per le Amministrazioni pubbliche, per le quali possono rappresentare una fonte di finanziamento.

¹⁰ Nel corso del periodo osservato il saldo è sceso pressoché costantemente fino agli ultimi mesi dello scorso anno, per poi registrare una marcata crescita nei mesi successivi. Queste variazioni sono in parte riconducibili all'andamento del livello e della variabilità degli indicatori finanziari di riferimento, tra cui, in particolare, i tassi di interesse a breve termine.

3. Il ruolo della Banca d'Italia: compiti della Vigilanza¹²

Il quadro normativo della vigilanza sugli intermediari bancari e finanziari fa perno sul Testo unico bancario del 1993 e sul Testo unico della finanza (TUF) del 1998 che prevedono compiti di vigilanza attribuiti alla Banca d'Italia, per i profili di stabilità degli intermediari, e alla Consob, per ciò che concerne la tutela degli investitori.

Sotto il primo profilo, obiettivo prioritario è assicurare che gli intermediari siano in grado di gestire e controllare tutti i rischi connessi con le attività svolte.

Le banche, quando concludono contratti derivati in contropartita diretta con i clienti, incorrono in rischi non solo finanziari, come quelli di controparte e di mercato, ma anche legali e reputazionali. Questi ultimi discendono dalla percezione negativa che la clientela può avere sulla correttezza dell'operato della banca, anche a prescindere dalla censurabilità delle singole condotte sul piano strettamente giuridico.

Per far fronte ai rischi la normativa emanata dalla Banca d'Italia impone alle banche di rispettare un articolato e stringente sistema di regole volto ad assicurare la qualità degli assetti organizzativi e di governo da un lato, e l'adeguatezza patrimoniale dall'altro.

Sin dagli anni novanta le banche devono disporre di un sistema di controllo interno idoneo a coprire ogni ambito di attività, ispirato a criteri di separatezza tra funzioni di controllo e operative, in grado di identificare e monitorare adeguatamente tutti i rischi. L'originario impianto è stato nel tempo rafforzato per fronteggiare i crescenti rischi connessi con la diversificazione dell'operatività con la clientela e l'impiego di tecniche di trasferimento dei rischi, quali cartolarizzazioni e derivati.

Nel 2007 la Banca d'Italia ha reso obbligatoria l'istituzione di una funzione aziendale volta a verificare la conformità dei comportamenti aziendali con la normativa (la cosiddetta *compliance*). In più punti le disposizioni di vigilanza richiedono alle banche di adottare particolari cautele in fase di ingresso in nuovi

¹¹ Al momento della stipula, un contratto equo dal punto di vista finanziario dovrebbe avere un valore di mercato nullo.

¹² Cfr. l'audizione informale del Direttore Generale della Banca d'Italia del 6 novembre 2007.

mercati o nell'offerta di nuovi prodotti. Parallelamente è cresciuta l'attenzione sui presidi di governo societario nel presupposto che un'adeguata gestione della banca richiede una forte responsabilizzazione dei vertici e un adeguato assetto degli organi aziendali.

A questo quadro la normativa di Basilea 2 aggiunge regole specifiche sulle modalità di misurazione e controllo delle singole tipologie di rischio, nonché sulla quantità e sulla qualità delle risorse patrimoniali idonee a farvi fronte. Nell'ambito del cosiddetto "secondo pilastro", gli intermediari sono tenuti a valutare l'adeguatezza patrimoniale a fronte di tutti i rischi e l'Autorità di vigilanza ad asseverare la bontà di tale processo. Le disposizioni vietano agli intermediari di negoziare strumenti derivati nel caso in cui non siano in grado di misurare e di gestire i rischi ad essi associati.

Al concomitante obiettivo della tutela dell'investitore che si avvale dei servizi di investimento si indirizzano le regole di trasparenza e di condotta degli intermediari, disciplinate dal Testo unico della finanza e dalla regolamentazione attuativa della Consob, competente, in via esclusiva, anche per le relative attività di controllo. Tali regole sono divenute particolarmente articolate e incisive con le norme di recepimento della direttiva MiFID¹³.

Anche i profili organizzativi e le procedure relative alla prestazione dei servizi di investimento sono stati rafforzati con l'emanazione, nel mese di ottobre del 2007, del regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob; su questi ambiti, a fronte di una competenza regolamentare congiunta, il TUF ha ribadito la ripartizione delle competenze di controllo delle due autorità secondo il criterio della finalità prevalente. Un protocollo d'intesa definisce modalità di coordinamento e cooperazione per l'efficace svolgimento dei compiti di vigilanza e per il contenimento degli oneri sui soggetti vigilati.

La disciplina attuativa della MiFID gradua gli obblighi di trasparenza, conoscenza del cliente e valutazione dell'idoneità del servizio reso in funzione della tipologia di clientela (*retail*, professionale e controparti qualificate). In concreto, la tutela

¹³ Cfr. l'audizione del Direttore Generale della Consob presso la 6^a Commissione Finanze e tesoro del Senato del 18 marzo 2009 nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*.

apprestata nei confronti degli Enti locali dipenderà anche dal regolamento che dovrà essere emanato dal Ministro dell'Economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, per l'individuazione dei clienti professionali pubblici¹⁴.

Nell'ambito dell'azione di supervisione sugli intermediari italiani, la Banca d'Italia si è occupata a più riprese dei rischi indotti dalla negoziazione di strumenti derivati con le Amministrazioni pubbliche. Nel 2002 e nel 2004 gli intermediari sono stati richiamati al puntuale rispetto della normativa in materia di strumenti derivati con Enti locali.

Gli interventi sono stati guidati dalla consapevolezza della necessità che le banche adottino prassi adeguate a contenere i rischi legali e reputazionali, che si aggiungono alle tipiche alee finanziarie indotte dalla trattazione dei derivati.

L'azione si è concentrata sugli intermediari più attivi nel comparto, a più tornate sollecitati ad adottare modalità di commercializzazione dei prodotti derivati ispirate ad un pieno rispetto delle disposizioni di vigilanza e delle norme di settore. Laddove le attività di controllo a distanza o di analisi in loco hanno fatto emergere deficienze nel livello di presidio di questi aspetti, sono state richieste le opportune azioni correttive e di rafforzamento dei controlli.

Gli stessi temi sono stati ripresi anche nell'ambito di un'indagine sull'impiego dei derivati nel sistema finanziario italiano, che la Banca d'Italia ha intrapreso nel secondo semestre del 2007 in coincidenza con l'avvio della crisi finanziaria.

In quella occasione, a latere di una richiesta di approfondimento rivolta a tutti gli intermediari per verificare l'adeguatezza dei sistemi di controllo interno, i maggiori gruppi sono stati sottoposti ad accertamenti ispettivi mirati, che hanno riguardato anche l'operatività con le Amministrazioni pubbliche.

In particolare, è stata sottoposta a verifica la presenza e l'affidabilità delle strutture e delle procedure necessarie per valutare correttamente i fabbisogni della clientela e l'effettiva capacità di questa di comprendere i rischi associati ai derivati. Particolare

¹⁴ Art. 6 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), come modificato dal decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164 di attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID), che ha introdotto il comma 2-sexies.

attenzione è stata prestata anche alle modalità di gestione delle controversie con la clientela in materia di operazioni in derivati.

Gli elementi di criticità emersi per alcuni intermediari¹⁵ sono stati rappresentati ai relativi organi di vertice, richiedendo la pronta adozione dei necessari interventi correttivi. I riferimenti relativi alle condotte rilevate sono stati trasmessi alla Consob per i profili di competenza, unitamente alle contro-deduzioni aziendali. In taluni casi si è ritenuto di fornire una informativa alle competenti Procure della Repubblica su aspetti di irregolarità riscontrati negli accertamenti ispettivi.

4. La normativa che disciplina il ricorso al mercato dei capitali da parte delle Amministrazioni locali

4.1 I limiti all'indebitamento – L'articolo 119, sesto comma, della Costituzione (come modificato dalla legge costituzionale 18 ottobre 2001, n. 3) stabilisce che i Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni possono indebitarsi solo per finanziare spese di investimento ed esclude al contempo ogni garanzia (ex ante) da parte dello Stato¹⁶.

La legge finanziaria per l'anno 2004 ha definito cosa deve intendersi per indebitamento¹⁷. Attualmente sono incluse una pluralità di forme tecniche, tra le quali i mutui, le aperture di credito, i prestiti obbligazionari e alcune particolari tipologie di operazioni di cartolarizzazione. Da ultimo il legislatore ha stabilito che anche l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate (*upfront*) rappresenti una forma di indebitamento.

L'ordinamento prevede, oltre al vincolo costituzionale di destinazione, anche limiti quantitativi all'indebitamento, differenziati per le Regioni e per gli Enti locali.

¹⁵ Sottovalutazione dei rischi legali e reputazionali, verifica solo formale del rispetto della normativa in materia di derivati delle Amministrazioni locali e sproporzione dei rischi tra le parti del contratto.

¹⁶ L'art. 30, comma 15, della legge 27 dicembre 2002, n. 289, prevede che "Qualora gli enti territoriali ricorrano all'indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento, in violazione dell'articolo 119 della Costituzione, i relativi atti e contratti sono nulli. Le sezioni giurisdizionali regionali della Corte dei conti possono irrogare agli amministratori, che hanno assunto la relativa delibera, la condanna ad una sanzione pecuniaria pari ad un minimo di cinque e fino ad un massimo di venti volte l'indennità di carica percepita al momento di commissione della violazione".

¹⁷ Art. 3, comma 17, della legge 24 dicembre 2003, n. 350, e successive modificazioni.

Riguardo alle Regioni a statuto ordinario, il vincolo è commisurato all'importo complessivo delle annualità di ammortamento per capitale e interesse dei mutui e delle altre forme di indebitamento, che non può superare il 25 per cento del totale delle entrate tributarie non vincolate della Regione¹⁸.

Per i Comuni e le Province, invece, il limite è commisurato alla sola spesa per interessi, che attualmente non può superare il 15 per cento delle entrate correnti relative ai primi tre titoli (entrate tributarie, entrate derivanti dai trasferimenti correnti da parte degli enti pubblici ed entrate extra-tributarie) del rendiconto del penultimo anno precedente quello in cui viene prevista l'accensione del debito¹⁹. Negli anni novanta, in un contesto di accrescimento dell'autonomia tributaria degli enti decentrati e di tassi di interesse in flessione, tali vincoli sono divenuti via via meno stringenti.

Fino alla metà degli anni novanta le Amministrazioni locali italiane si erano indebitate quasi esclusivamente con la Cassa Depositi e Prestiti (CDP). Il debito degli enti verso la Cassa era spesso solo formalmente a loro carico, poiché i fondi per assolvere il servizio del debito provenivano, di norma, dai trasferimenti dello Stato. La CDP ha per lungo tempo operato in un regime di sostanziale monopolio: gli enti decentrati potevano rivolgersi ad altre istituzioni finanziarie solo se la Cassa manifestava la propria indisponibilità a erogare i fondi richiesti.

Questa situazione è mutata nella seconda metà degli anni novanta, con l'avvio del processo di decentramento. Nel 1994 il legislatore ha attribuito agli Enti locali la possibilità di ricorrere alle emissioni obbligazionarie al fine di finanziare i propri investimenti²⁰. Fino al 1996, anno di emanazione del decreto attuativo (Decreto Ministeriale 420 del 1996), non vi sono state emissioni. Le Regioni, che sin dalla loro istituzione nel 1970 avrebbero potuto raccogliere capitali sul mercato, hanno sfruttato questa possibilità solo dalla seconda metà degli anni novanta.

¹⁸ Art. 10, comma 2, della legge 16 maggio 1970, n. 281 e successive modificazioni. I limiti all'indebitamento delle Regioni a statuto speciale e delle Province autonome sono stabiliti dalle rispettive leggi di contabilità, che delineano quasi sempre vincoli meno stringenti di quelli in vigore per le Regioni a statuto ordinario.

¹⁹ Il limite è stato più volte modificato negli ultimi anni. Inizialmente esso era pari al 25 per cento, poi è stato ridotto al 12 per cento dalla legge finanziaria per il 2005 e, infine, portato al 15 per cento dalla legge finanziaria per il 2007.

²⁰ Art. 35 della legge 23 dicembre 1994, n. 724.

Negli anni successivi la diffusione di nuovi strumenti di debito è stata rapida. Vi ha influito, tra l'altro, il riferimento ai tassi di mercato e al costo della raccolta nella fissazione dei tassi di interesse applicati dalla CDP ai mutui verso gli enti decentrati²¹.

Negli anni successivi sono state introdotte norme volte a regolare alcuni specifici aspetti del ricorso all'indebitamento da parte degli enti decentrati. La legge finanziaria per il 2002²² ha attribuito al Ministero dell'Economia e delle finanze un ruolo di coordinamento all'accesso al mercato dei capitali e ha introdotto nuove norme per il monitoraggio delle operazioni finanziarie poste in essere dagli Enti locali. Inoltre, al fine di facilitare l'accesso degli enti territoriali al mercato obbligazionario, ha consentito loro l'emissione di prestiti che prevedono il rimborso in un'unica soluzione alla scadenza (cosiddetti *bullet*). Quest'ultima possibilità è venuta meno in seguito all'emanazione della legge 133 del 2008.

4.2 La normativa sull'utilizzo di strumenti finanziari derivati – Fino all'inizio del decennio in corso l'impiego di prodotti derivati da parte delle Amministrazioni locali è avvenuto in un contesto normativo privo di una disciplina specifica. Le uniche norme in materia di contratti derivati erano contenute nel DM 420 del 1996, che imponeva alle Amministrazioni locali emittenti prestiti obbligazionari due divieti: quello di emettere titoli obbligazionari che incorporassero opzioni²³ e quello di modificare la struttura del titolo nel corso della sua vita attraverso strumenti derivati. Inoltre, il decreto prevedeva che, in caso di emissioni obbligazionarie in valuta estera, l'ente dovesse stipulare un currency swap con intermediari di provata affidabilità ed esperienza al fine di dare certezza ai pagamenti futuri, sia relativi agli interessi sia relativi al rimborso del capitale.

Per evitare l'assunzione di rischi eccessivi e l'utilizzo improprio di tali strumenti, dal 2001 il legislatore è intervenuto più volte, rivedendo e integrando a più riprese la

²¹ Inoltre, con l'emissione di prestiti obbligazionari le Amministrazioni locali trattengono una quota, modificata più volte nel corso del tempo, della ritenuta d'imposta sugli interessi pagati ai sottoscrittori.

²² Art. 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448.

²³ Con l'eccezione della possibilità di emettere buoni convertibili in azioni di società controllate dagli Enti locali, ovvero buoni con warrant che danno il diritto di sottoscrivere azioni di società controllate dagli Enti stessi (art. 35, comma 5, della legge 724 del 1994).

normativa in essere, anche al fine di porre rimedio ai problemi osservati in sede di attuazione pratica (tav. 4)²⁴.

La legge finanziaria per il 2002 e il decreto attuativo del dicembre del 2003 (DM 389)²⁵ hanno stabilito il quadro di riferimento per l'impiego di strumenti finanziari derivati. Esso è rimasto sostanzialmente immutato fino all'estate dello scorso anno quando, con la manovra triennale di finanza pubblica, il Governo ha vietato a Regioni ed Enti locali la stipula di nuovi contratti derivati fino al riordino complessivo della regolamentazione e comunque per un anno²⁶. Qui di seguito vengono illustrati i principi fondamentali della normativa applicata fino allo scorso anno e le principali novità introdotte con la manovra triennale.

Il DM 389 del 2003. – Il decreto e la successiva circolare esplicativa²⁷ stabilivano che le Amministrazioni locali potessero sottoscrivere contratti derivati solo a fronte di passività effettivamente dovute e che tali contratti fossero del tipo *plain vanilla*, ossia nella forma più semplice presente sui mercati. Gli enti potevano acquistare i seguenti contratti: 1) swap di valuta a copertura dei flussi di capitale e dei flussi di interesse; 2) swap di tasso di interesse; 3) swap per l'ammortamento del debito; 4) forward rate agreement; acquisto di *cap/collar* di tasso di interesse; 5) combinazioni delle operazioni precedenti²⁸.

Oltre alle operazioni consentite, il decreto prevedeva due casi in cui era obbligatorio ricorrere alla conclusione di contratti derivati. Il primo riguardava le operazioni di indebitamento in valute diverse dall'euro, a fronte delle quali era ribadita l'obbligatorietà della copertura contro il rischio di cambio attraverso uno swap di tasso di cambio; l'altro caso era riferito ai prestiti (mutui ed emissioni

²⁴ Cfr. l'audizione del Sottosegretario al Ministero dell'Economia e delle finanze presso la 6^a Commissione Finanze e tesoro del Senato del 25 febbraio 2009 nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*.

²⁵ Decreto ministeriale 1 dicembre 2003, n. 389.

²⁶ Art. 62, comma 3, del decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni nella legge 6 agosto 2008, n. 133, così come modificato e integrato dall'art. 3, comma 1, della legge 22 dicembre 2008, n. 203.

²⁷ Circolare del Ministero dell'Economia e delle finanze del 27 maggio 2004.

²⁸ Cfr. l'audizione del Direttore Centrale Area Corporate dell'ABI presso la 6^a Commissione Finanze e tesoro del Senato del 1° aprile 2009 nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*.

obbligazionarie) con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza, per i quali era obbligatoria, ove non fosse stato costituito un apposito fondo di ammortamento, la conclusione di uno swap d'ammortamento. L'obbligo di concludere questo contratto derivato o di costituire un fondo di ammortamento mirava ad evitare che l'ammortamento del prestito gravasse unicamente sul bilancio dell'anno di scadenza delle obbligazioni²⁹.

Per minimizzare i rischi (di mercato, di controparte e di concentrazione) connessi con l'impiego di tali strumenti, i contratti sottoscritti dalle Amministrazioni locali dovevano essere indicizzati a parametri monetari di uno dei sette maggiori paesi industrializzati (G7), dovevano essere conclusi con intermediari finanziari contraddistinti da un adeguato merito di credito³⁰ e, nel caso in cui il valore nozionale fosse superiore a 100 milioni di euro, non potevano determinare un'esposizione verso una singola controparte superiore al 25 per cento del totale.

Il decreto ammetteva, inoltre, altre operazioni in derivati finalizzate alla ristrutturazione del debito, a condizione che rispettassero tre condizioni fondamentali: 1) che non posticipassero la scadenza del debito originario; 2) che non comportassero un *upfront*, ossia la somma di denaro regolata al momento della conclusione del contratto, superiore all'1 per cento del nozionale; 3) che non prevedessero un profilo crescente nel tempo dei valori attuali dei pagamenti da parte dell'ente.

La legge 296 del 2006. – La legge finanziaria per il 2007³¹ ha previsto l'obbligo di comunicazione preventiva al Dipartimento del Tesoro delle operazioni in strumenti

²⁹ Il decreto prevede inoltre che le somme accantonate nel fondo di ammortamento possano essere investite solamente in titoli del debito pubblico o in obbligazioni emesse da società a partecipazione pubblica di Stati appartenenti all'Unione Europea. Tale norma presenta alcuni aspetti critici. In primo luogo, esiste un problema di merito di credito, che appare ampiamente differenziato tra gli Stati e le società a partecipazione pubblica dell'Unione Europea. In secondo luogo, non è previsto alcun limite di concentrazione per categoria di emittenti o per singoli emittenti. Infine, si esclude la possibilità di investire in titoli di emittenti tradizionalmente caratterizzati da un rischio creditizio molto basso (ad esempio la Banca Mondiale o la BEI).

³⁰ Secondo la circolare del 27 maggio 2004 per "parametro monetario" doveva intendersi un tasso di interesse a breve termine, mentre per "adeguato merito creditizio" si faceva riferimento a un *rating investment grade* (non inferiore a BBB/Baa/BBB secondo le scale, rispettivamente, di Standard&Poor's/Moody's/FitchRatings, considerando sempre il *rating* più basso nel caso di rating multipli).

³¹ Art. 1, comma 737, della legge 27 dicembre 2006, n. 296, che ha aggiunto i commi 2-bis e 2-ter all'art. 41 della legge 488 del 2001.

finanziari derivati. La comunicazione, che costituisce condizione legale di efficacia dei contratti³², consente al Ministero di valutare la conformità delle operazioni a quanto previsto dalla legge e, in caso di contratti non conformi al quadro legislativo, di informarne la Corte dei Conti per i provvedimenti di competenza. La medesima legge ha inoltre disposto che le operazioni in derivati siano finalizzate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato.

La legge 244 del 2007. – Con la legge finanziaria per il 2008³³, il legislatore ha introdotto per le operazioni in derivati stipulate dalle Amministrazioni locali obblighi di trasparenza e pubblicità attraverso la rendicontazione in bilancio. Le informazioni necessarie ad adempiere ai suddetti obblighi avrebbero dovuto essere individuate con un decreto del Ministero dell'Economia e delle finanze, da emanare sentite la Banca d'Italia e la Consob.

La legge 133 del 2008. – La manovra triennale dello scorso anno ha previsto: 1) la sospensione dell'operatività in derivati in attesa di un provvedimento di riordino della materia; 2) il divieto al ricorso, da parte delle Amministrazioni locali, a operazioni di indebitamento (mutui ed emissioni obbligazionarie) con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza³⁴; 3) in linea con le indicazioni dell'Eurostat, l'inclusione dell'*upfront* tra le operazioni di indebitamento.

Nell'ambito del riordino della materia, che dovrà avvenire con uno o più regolamenti del Ministero dell'Economia e delle finanze, dovranno essere tra l'altro disciplinati: 1) la tipologia dei contratti relativi a strumenti finanziari derivati e alle componenti

³² Il DM 389 del 2003 prevedeva solamente la comunicazione successiva al Ministero dell'Economia e delle finanze, che doveva avvenire in una delle quattro comunicazioni trimestrali sull'indebitamento. In base all'art. 1, comma 1, del decreto, infatti, gli enti "...comunicano entro il giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre di ogni anno al Ministero dell'Economia e delle finanze, Dipartimento del Tesoro, Direzione II, i dati relativi all'utilizzo netto di forme di credito a breve termine presso il sistema bancario, ai mutui accesi con soggetti esterni alla pubblica amministrazione, alle operazioni derivate concluse e ai titoli obbligazionari emessi nonché alle operazioni di cartolarizzazione concluse". Peraltro, secondo quanto stabilito in sede di Conferenza unificata, in caso di mancata, non veritiera o incompleta comunicazione da parte degli enti, non era prevista alcuna sanzione.

³³ Art. 1, commi 381-384, della legge 24 dicembre 2007, n. 244. Per un'analisi dell'applicazione della norma relativamente alla pubblicità nei bilanci di previsione per il 2008, cfr. l'audizione della Corte dei Conti presso la 6^a Commissione Finanze e tesoro del Senato del 18 febbraio 2009 nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*.

³⁴ È stabilito, inoltre, che la durata di una singola operazione di indebitamento debba essere compresa tra i cinque e i trenta anni.

derivate, implicite o esplicite, ammesse³⁵; 2) le informazioni che dovranno essere riportate nei contratti (trasparenza); 3) le informazioni che, per ognuno dei contratti sottoscritti, gli enti dovranno fornire nel bilancio di previsione e nel rendiconto (pubblicità degli atti).

La legge 203 del 2008. – Gli ambiti di intervento della normativa di riordino sono stati sostanzialmente ribaditi dalla legge finanziaria per il 2009, che ha inoltre previsto la possibilità di ristrutturare i contratti derivati in essere a seguito di una modifica delle passività sottostanti.

I provvedimenti attuativi sono attualmente in corso di definizione. A tale riguardo la Banca d'Italia collabora con il Ministero dell'Economia e delle finanze e con la Consob. L'entrata in vigore del nuovo regolamento produrrà l'automatica abrogazione degli articoli del DM 389 del 2003 che disciplinavano l'impiego dei derivati da parte delle Amministrazioni locali.

5. La dinamica del debito delle Amministrazioni locali

Un elevato debito pubblico ha caratterizzato gran parte della storia economica italiana (fig. 1). La componente relativa alle Amministrazioni locali è stata tuttavia in genere modesta; ha assunto dimensioni non trascurabili tra la metà degli anni sessanta e la fine degli anni settanta; negli anni ottanta è tornata ad avere dimensioni relativamente contenute. Nell'ultimo decennio il peso relativo del debito delle Amministrazioni locali è cresciuto gradualmente, anche in connessione con il processo di decentramento e con la possibilità concessa a queste ultime di utilizzare altri strumenti di finanziamento oltre ai mutui erogati dalla CDP.

Alla fine dello scorso dicembre il debito delle Amministrazioni locali era pari a 106,7 miliardi, il 6,4 per cento del debito pubblico italiano³⁶. Esso era pari al 6,8 per

³⁵ Il DM 389 del 2003 faceva riferimento solo ai contratti in strumenti finanziari derivati, senza disciplinare le componenti derivate, implicite o esplicite, eventualmente presenti in contratti di finanziamento stipulati dagli enti.

³⁶ Il debito delle Amministrazioni locali è calcolato dalla Banca d'Italia in coerenza con i criteri metodologici definiti nel Trattato sull'Unione europea, dal Regolamento del Consiglio della UE 3605 del 1993 e dalle successive integrazioni. I prestiti erogati alle Amministrazioni locali i cui oneri di rimborso sono posti direttamente a carico del bilancio dello Stato figurano tra le passività

cento del PIL, a fronte di un'incidenza per il complesso delle Amministrazioni pubbliche pari al 105,7 per cento (fig. 2 e tav. 5).

L'incidenza sul PIL del debito delle Amministrazioni locali è aumentata significativamente nei primi anni del decennio in corso, anche per l'emersione dei prestiti della CDP per effetto della riclassificazione della società nel settore privato avvenuta nel 2003³⁷. Nell'ultimo biennio si è invece registrata una flessione di 0,7 punti percentuali del PIL. Il calo riflette la chiusura anticipata di alcune operazioni di cartolarizzazione di passività nel settore sanitario, finanziata attraverso la concessione di anticipazioni da parte dello Stato, e la dinamica dell'indebitamento delle società del gruppo Equitalia³⁸.

Rispetto alla fine degli anni novanta il debito delle Amministrazioni locali è cresciuto in tutte le aree del Paese; tuttavia il suo livello e la sua dinamica sono stati differenziati sul territorio (figg. 3 e 4 e tavv. 6 e 7). Alla fine del 2008, in rapporto al PIL dei rispettivi territori, i valori massimi e minimi del debito sono stati registrati rispettivamente in Valle d'Aosta (14,1 per cento) e in Trentino Alto Adige (3,4 per cento). In termini pro capite il valore massimo è stato rilevato in Valle d'Aosta (4.754 euro), quello minimo in Puglia (1.044 euro).

Per quanto riguarda la ripartizione per strumento, va rilevato che il marcato aumento della categoria dei prestiti registrato nel 2003 è dovuto all'emersione di quelli della CDP (fig. 5). La componente dei titoli, di importo trascurabile fino al 1998, rappresenta nel 2008 oltre un quarto del debito delle Amministrazioni locali (1,9 per cento del PIL). Quasi i due terzi dei titoli sono emessi all'estero, aspetto questo che si differenzia dalla politica di emissione del Ministero dell'Economia e delle finanze, che tende a collocare i titoli soprattutto all'interno del paese.

del settore statale. Il Supplemento al Bollettino Statistico *Debito delle Amministrazioni locali*, pubblicato dalla Banca d'Italia, fornisce ogni anno un quadro approfondito delle statistiche sull'evoluzione del debito.

³⁷ Cfr. Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 42, 2004.

³⁸ Nel marzo del 2008, a seguito di un parere dell'Eurostat, le società del gruppo Equitalia, incaricate dell'esercizio dell'attività di riscossione dei tributi, sono state ricomprese tra le unità istituzionali appartenenti al settore delle Amministrazioni pubbliche. Data la struttura su base sostanzialmente regionale dell'operatività del gruppo, la riclassificazione ha riguardato per la quasi totalità il debito delle Amministrazioni locali. Cfr. Banca d'Italia, Supplemento Bollettino Statistico, *Indicatori monetari e finanziari*, Finanza pubblica, del 14 ottobre 2008.

Sulla base delle regole di bilancio adottate in ambito europeo, il debito pubblico non include gli strumenti finanziari derivati e le passività connesse con forniture di beni e servizi (ossia i debiti commerciali). Il debito, valutato al valore nominale, comprende unicamente gli strumenti classificati nelle categorie depositi, titoli di debito e prestiti. Nella primavera del 2008 l'Eurostat ha chiarito che fra i prestiti devono essere inclusi gli anticipi (o *upfront*) ricevuti dalle Amministrazioni pubbliche al momento della stipula di un contratto derivato. Sulla base delle informazioni fornite dal Ministero dell'Economia e delle finanze con riferimento al settore delle Amministrazioni centrali, la Banca d'Italia, dall'autunno del 2008, ha provveduto ad aggiornare le statistiche del debito pubblico per tenere conto delle linee guida dell'Eurostat³⁹.

Con riferimento agli *upfront* ricevuti dalle Amministrazioni locali, la Banca d'Italia sta in questi mesi effettuando una indagine presso le principali banche italiane, che in una prima fase ha riguardato il quadriennio 2005-08. Sulla base delle informazioni ricevute da tre dei primi quattro gruppi bancari italiani per operatività in derivati con le Amministrazioni locali, nel quadriennio in esame gli *upfront* versati dagli intermediari agli enti sarebbero pari a circa 41 milioni, di cui quasi 36 milioni versati nel 2005. Negli ultimi anni l'entità degli *upfront* sarebbe stata pertanto molto modesta. Il fenomeno ha riguardato in particolare i Comuni, che hanno incassato nel quadriennio *upfront* per circa 38 milioni (tav. 8).

6. Le operazioni di cartolarizzazione delle Amministrazioni locali

Le operazioni di cartolarizzazione rappresentano un fenomeno importante, sebbene ormai sostanzialmente concluso, che si iscrive nell'ambito delle problematiche relative alle politiche di indebitamento delle Amministrazioni locali.

Generalmente con un'operazione di cartolarizzazione un soggetto (*originator*) cede attivi patrimoniali (reali o finanziari, presenti o futuri) a una società (veicolo) che ne finanzia l'acquisto emettendo titoli (legge 130 del 1999).

³⁹ Le modifiche hanno comportato un incremento del debito pari a 1,3, 1,1 e 1,0 miliardi rispettivamente nel 2005, 2006 e 2007 (cfr. Banca d'Italia, Supplemento Bollettino Statistico, *Indicatori monetari e finanziari*, Finanza pubblica, del 14 ottobre 2008). A fine 2008 l'impatto degli *upfront* sul debito è stato pari a 0,9 miliardi.

Da un punto di vista formale le operazioni di cartolarizzazione di attivi patrimoniali costituiscono per l'*originator* una vendita; tuttavia, in alcuni casi, esse possono celare operazioni di indebitamento. Nel giugno del 2002 l'Eurostat⁴⁰ ha chiarito i criteri di contabilizzazione delle cartolarizzazioni realizzate dalle Amministrazioni pubbliche ai fini del calcolo dell'indebitamento netto e del debito. Affinché l'operazione possa essere contabilizzata come cessione di attività e non come nuovo indebitamento 1) le attività cedute devono essere presenti nel bilancio dell'ente pubblico prima che l'operazione sia posta in essere e 2) i rischi associati al possesso dell'attività ceduta devono essere trasferiti all'acquirente⁴¹. Nel 2007 l'Eurostat ha introdotto criteri più restrittivi⁴².

Tuttavia le operazioni che hanno coinvolto le Amministrazioni locali hanno riguardato principalmente la cartolarizzazione di crediti commerciali vantati da soggetti privati nei confronti di enti del settore sanitario. Esse sono state condotte a partire dal 2004, in connessione con la difficoltà di alcuni enti a fare fronte al pagamento dei debiti verso i fornitori.

Le cartolarizzazioni effettuate nel comparto della sanità hanno avuto alcune caratteristiche comuni. Le giunte regionali hanno promosso la conclusione di accordi transattivi fra i fornitori di servizi sanitari (o le loro organizzazioni di categoria) da una parte e le ASL e le Aziende ospedaliere dall'altra. L'ammontare di crediti oggetto di transazione è stato determinato in base a procedure di certificazione concordate tra le parti. I creditori coinvolti hanno rinunciato ad eventuali azioni giudiziarie per il recupero dei crediti. I crediti certificati sono stati ceduti dai fornitori a intermediari finanziari e quindi cartolarizzati. Le Regioni si sono impegnate (in

⁴⁰ Cfr. European Commission, *ESA95 Manual on Government Deficit and Debt. Securitization Operations Undertaken by General Government*, Lussemburgo. Va rilevato che per le Amministrazioni locali, le quali possono indebitarsi come già detto sopra solo per finanziare investimenti, la nozione di debito rilevante giuridicamente, introdotta con la legge finanziaria per il 2004, ha recepito nell'ambito dell'ordinamento italiano le regole statistiche europee.

⁴¹ Ai fini dell'applicazione operativa del secondo criterio, si è stabilito convenzionalmente che vi sia sufficiente trasferimento del rischio se: a) l'acquirente beneficia di maggiori guadagni nel caso di risultati migliori di quelli attesi o sostiene il rischio di perdite nel caso di esiti peggiori del previsto; b) nessun soggetto appartenente alle Amministrazioni pubbliche deve fornire garanzie, dirette od indirette, in favore della società veicolo.

⁴² In particolare, non possono essere registrate come vendite effettive le cessioni di crediti tributari e previdenziali e le operazioni contenenti clausole (quali pagamento di un prezzo differito, sostituzione delle attività cedute, garanzie) che riducano sensibilmente il trasferimento del rischio in capo all'acquirente (cfr. decisione dell'Eurostat del 25 giugno 2007 relativa alle *Securitisation operations undertaken by General government*).

alcuni casi anche attraverso delegazioni di pagamento) a versare alle società di cartolarizzazione le somme dovute per capitale e interessi a fronte dei crediti certificati oggetto degli accordi transattivi; queste somme sarebbero poi servite al rimborso dei titoli emessi in occasione delle operazioni di cartolarizzazione.

Per quanto riguarda le cartolarizzazioni di crediti commerciali, nel settembre del 2006 l'Eurostat ha precisato che le passività connesse con la ristrutturazione del debito commerciale degli enti sanitari vadano incluse nel debito pubblico. Le cartolarizzazioni di crediti commerciali vantati da soggetti privati nei confronti di enti del settore sanitario possono rappresentare un aggiramento del divieto costituzionale di ricorrere all'indebitamento per finanziare spese correnti. Anche in questa circostanza il legislatore italiano è intervenuto ex post ampliando la definizione di indebitamento al fine di includere le operazioni di cartolarizzazione del settore sanitario⁴³.

Tra il 1999 e il 2007 sono state effettuate complessivamente 42 operazioni di cartolarizzazione riguardanti le Amministrazioni locali (quelle relative a tutte le Amministrazioni pubbliche italiane sono state 64); l'ammontare complessivo di titoli emessi è stato pari a 13,4 miliardi (59,8 miliardi per il complesso delle Amministrazioni pubbliche). Dal 2007, a seguito degli interventi legislativi di cui sopra, non sono più state realizzate operazioni della specie.

7. L'operatività in strumenti finanziari derivati delle Amministrazioni locali

Questa Sezione esamina le operazioni in derivati delle Amministrazioni locali sotto due profili: nella prima parte si considerano tutte le operazioni effettuate con banche operanti in Italia sulla base dei dati da esse trasmessi alla Banca d'Italia; nella seconda parte si esaminano gli swap di ammortamento riguardanti prestiti con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza, che sono per lo più condotti con intermediari stranieri, sulla base di informazioni trasmesse da enti territoriali.

7.1 Le operazioni con intermediari operanti in Italia – Le segnalazioni statistiche di vigilanza e della Centrale dei rischi rilevano solo i contratti conclusi con intermediari

⁴³ Art. 1, comma 739, della legge 27 dicembre 2006, n. 296.

operanti in Italia⁴⁴. Sono soprattutto gli enti di maggiore dimensione a rivolgersi anche a intermediari non operanti in Italia. Secondo alcune stime la quota di mercato di questi ultimi sarebbe pari a circa il 60 per cento⁴⁵. I dati qui riportati vanno considerati quindi come una stima per ampio difetto dell'operatività complessiva.

Tra la fine del 2005 e la fine del 2007, sulla base dei dati tratti dalla Centrale dei rischi, il numero di enti che utilizzavano strumenti derivati, quasi sempre swap di tasso di interesse, è fortemente aumentato, da 349 a 669, per scendere a 474 a fine 2008. Alla fine dello scorso marzo le Amministrazioni locali che utilizzavano strumenti finanziari derivati con controparti operanti in Italia erano 496⁴⁶. Si trattava di: 13 Regioni, 28 Province e 440 Comuni (tav. 9). Alla stessa data facevano ricorso a contratti in strumenti finanziari derivati anche 7 università, 3 enti del comparto sanitario (ASL e Aziende ospedaliere), 3 comunità montane, una associazione teatrale e una società regionale operante nel settore della viabilità.

Il valore nozionale, sulla base delle segnalazioni statistiche di vigilanza, è cresciuto a ritmi sostenuti negli anni scorsi, passando da circa 0,1 miliardi di euro alla fine del 2000 a circa 33 miliardi alla fine del 2006; dalla fine del 2007 si è registrata una riduzione dell'operatività in derivati delle Amministrazioni locali, accentuatasi dalla seconda metà del 2008 in connessione con il blocco all'operatività introdotto con la manovra finanziaria triennale dell'estate dello scorso anno. Alla fine dello scorso marzo il valore nozionale era pari a 24,5 miliardi. La quota di mercato dei primi tre

⁴⁴ Attraverso le segnalazioni statistiche le banche inviano alla Banca d'Italia un flusso informativo per finalità di vigilanza. La periodicità della segnalazione è di norma mensile per le informazioni di stato patrimoniale, trimestrale per quelle prudenziali, semestrale per quelle di conto economico. La Centrale dei Rischi riceve le segnalazioni delle banche e di una parte degli intermediari finanziari sulla posizione dei propri clienti il cui affidamento superi la soglia di 30.000 euro (era 75.000 euro fino a dicembre 2008). Attraverso il servizio centralizzato dei rischi la Banca d'Italia fornisce agli intermediari partecipanti un'informativa utile, anche se non esaustiva, per la valutazione del merito di credito della clientela e, in generale, per l'analisi e la gestione del rischio di credito. Gli intermediari possono interrogare la Centrale dei rischi per chiedere informazioni su soggetti che essi non segnalano, a condizione che le richieste siano avanzate per finalità connesse con l'assunzione e la gestione del rischio di credito. La Centrale dei Rischi rileva da gennaio 2005 le sole operazioni in derivati finanziari svolte da intermediari operanti in Italia con valore intrinseco positivo per l'intermediario. La Banca d'Italia utilizza le informazioni registrate negli archivi della Centrale dei rischi per le attività connesse con il perseguimento delle proprie finalità istituzionali.

⁴⁵ Cfr. le audizioni del Sottosegretario al Ministero dell'Economia e delle finanze e del Direttore Generale della Consob, rispettivamente del 25 febbraio 2009 e del 18 marzo 2009.

⁴⁶ L'incremento registrato nel primo trimestre del 2009 (da 474 a 496), che riguarda i Comuni, riflette probabilmente la riduzione della soglia di censimento della Centrale dei rischi (da 75 mila a 30 mila euro) a partire da gennaio 2009.

gruppi bancari per operatività in derivati con Amministrazioni locali, in termini di valore nozionale, superava il 70 per cento.

Il valore nozionale è diminuito anche in rapporto all'ammontare del debito complessivo delle Amministrazioni locali, passando dal 33,3 per cento di fine 2005 al 22,6 per cento dello scorso marzo.

I valori di mercato negativi, che approssimano l'ammontare che gli enti dovrebbero versare agli intermediari se le operazioni in essere dovessero essere chiuse alla data di rilevazione, sono passati da circa 2 milioni alla fine del 2000, a quasi 1,1 miliardi alla fine del marzo scorso. L'esposizione più rilevante è quella dei Comuni (0,6 miliardi), seguita da quella delle Regioni (0,4 miliardi) e delle Province (0,1 miliardi)⁴⁷. È invece trascurabile il valore di mercato positivo a favore dell'intero comparto delle Amministrazioni locali (pari a 85 milioni lo scorso marzo).

Per quanto riguarda la distribuzione geografica, le Amministrazioni con una maggiore esposizione in derivati sono quelle campane (229 milioni), seguite da quelle del Piemonte e del Lazio (rispettivamente 185 e 126 milioni; tav. 10).

Un valore di mercato persistentemente negativo per le Amministrazioni locali e indipendente dall'evoluzione dei tassi di interesse potrebbe riflettere, oltre a una scarsa capacità di previsione dei futuri andamenti di mercato, un utilizzo dei derivati volto a soddisfare esigenze di liquidità⁴⁸. Le informazioni disponibili non consentono

⁴⁷ Nel complesso gli enti diversi da Regioni, Province e Comuni erano esposti (valore di mercato negativo) per 21 milioni.

⁴⁸ Come già ricordato, la provvista di liquidità mediante un contratto derivato può avvenire attraverso il versamento di un *upfront* dalla banca all'ente alla stipula del contratto, oppure attraverso una rimodulazione dei flussi di pagamento dell'ente che rinvia agli esercizi più lontani una parte di essi (l'ente riceverà un flusso netto di risorse nel periodo iniziale del contratto e sarà un pagatore netto negli anni successivi). Relativamente a quest'ultimo caso, la norma introdotta dal DM 389 del 2003, che vietava i contratti in strumenti derivati che prevedessero un profilo crescente nel tempo dei valori attuali dei pagamenti da parte dell'ente, ha ridotto i margini di libertà degli enti nel rimodulare il proprio debito, ma non ha impedito che attraverso questo tipo di operazioni gli enti facessero provvista di liquidità.

In base ai risultati di una simulazione relativa a un mutuo a 30 anni, a rata costante, con tasso di interesse del 5 per cento, se la rimodulazione del mutuo attraverso lo swap avviene dopo il pagamento della prima rata e prevede un profilo costante dei valori attuali dei pagamenti dell'ente (rispettando le regole del DM 389 del 2003), l'importo in euro della seconda rata sarà pari a circa il 55 per cento rispetto alla rata costante prevista dal vecchio piano di ammortamento. La rata prevista dal nuovo piano di ammortamento rimarrà inferiore a quella costante del vecchio piano fino al quattordicesimo anno; dal quindicesimo anno in poi la nuova rata sarà superiore alla vecchia e la trentesima rata sarà più che doppia.

di distinguere tra questi due fattori: analisi effettuate sui singoli contratti derivati potrebbero consentire di valutare con maggiore accuratezza le ragioni del ricorso alla finanza strutturata da parte degli Enti locali.

Tra la fine del 2005 e lo scorso marzo il rapporto tra il valore di mercato negativo e il totale del debito ha avuto un andamento crescente, passando per il complesso delle Amministrazioni locali dallo 0,7 all'1 per cento. L'incremento ha riguardato le Regioni (dallo 0,5 allo 0,9 per cento) e i Comuni (dallo 0,8 all'1,2 per cento); l'incidenza per le Province è rimasta invariata all'1,3 per cento. Per alcuni enti il rapporto tra il valore di mercato negativo e il totale del debito ha raggiunto livelli significativamente più elevati⁴⁹.

7.2 L'operatività in derivati connessa con i prestiti bullet – Un contratto derivato che ha trovato ampia diffusione negli ultimi anni tra le Amministrazioni locali è lo swap d'ammortamento⁵⁰. Come evidenziato in precedenza, a fronte di prestiti che prevedono il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza, la legge finanziaria per il 2002 imponeva alle Amministrazioni locali la costituzione di un fondo di ammortamento o la stipula di uno swap d'ammortamento al fine di evitare che l'onere della restituzione del prestito gravasse interamente sul bilancio dell'anno di scadenza del prestito.

Il fondo di ammortamento (*sinking fund*), gestito da un intermediario con adeguato merito creditizio, viene alimentato da apporti periodici di attività finanziarie da parte dell'ente. La proprietà di tali attività rimane dell'ente, che ne sopporta i rischi di mercato e di insolvenza e ne riceve i frutti in termini di interessi.

Nella pratica, le Amministrazioni locali hanno preferito ricorrere a swap piuttosto che a fondi di ammortamento. Tale preferenza riflette, tra l'altro, la relativa semplicità e rapidità di esecuzione dello swap di ammortamento .

⁴⁹ Lo scorso marzo il rapporto si attestava per due Regioni intorno al 5 per cento, per altre due era circa del 3 per cento, per le altre inferiore all'1 per cento.

⁵⁰ Cfr. l'audizione della Corte dei Conti del 18 febbraio 2009.

Attraverso uno swap d'ammortamento l'ente territoriale si impegna a effettuare pagamenti periodici all'intermediario comprensivi di capitale e interessi⁵¹; l'intermediario, dal canto suo, si impegna a pagare un flusso di interessi calcolati sul valore nozionale originario e una somma finale che l'ente utilizza per il rimborso dell'obbligazione alla scadenza. Nell'ambito del contratto di swap può essere previsto che l'intermediario detenga le somme ricevute dall'ente in un apposito conto vincolato a garanzia della prestazione finale cui l'intermediario è tenuto (*collateral account*). Tali somme possono essere detenute come liquidità o investite in titoli. I titoli depositati presso questo conto di garanzia sono di proprietà dell'intermediario che giuridicamente è beneficiario anche dei frutti prodotti dai titoli stessi (fig. 6).

La Banca d'Italia negli ultimi anni ha effettuato un monitoraggio dei contratti relativi a swap di ammortamento posti in essere dalle Amministrazioni locali italiane. Tale rilevazione, effettuata presso le Amministrazioni locali che hanno fatto ricorso a prestiti obbligazionari, è finalizzata alla produzione delle statistiche relative al debito delle Amministrazioni locali⁵².

Sulla base dei dati raccolti, che dovrebbero coprire larga parte del fenomeno, alla fine di marzo del 2009 risultavano sottoscritti 76 contratti di swap d'ammortamento, relativi a 27 Amministrazioni locali (10 Regioni; 8 Province; 9 Comuni; tav. 11). Le controparti sono 18 intermediari, quasi sempre grandi banche d'affari estere. Le operazioni rilevate produrranno effetti finanziari per periodi molto lunghi (il primo contratto scadrà nel novembre del 2009, l'ultimo nel luglio del 2057). I contratti censiti fanno riferimento a emissioni obbligazionarie per un valore nominale complessivo di 14,3 miliardi. Tenendo conto delle rate versate dagli enti, il debito ancora da ammortizzare alla fine dello scorso marzo ammontava a 11,2 miliardi⁵³.

⁵¹ La quota interessi è calcolata a partire da un ammontare nominale che si riduce gradualmente nel corso della vita del prestito per tener conto dei versamenti periodicamente corrisposti dall'ente all'intermediario a titolo di quota capitale.

⁵² Il debito delle Amministrazioni locali, in coerenza con i criteri metodologici definiti in sede europea, tiene conto degli esborsi effettuati dagli enti nell'ambito degli swap di ammortamento a fronte di prestiti con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza.

⁵³ Il valore di mercato degli swap di ammortamento è per gli enti positivo e crescente nel tempo, per via delle rate periodiche versate agli intermediari. Il valore si annulla alla scadenza del contratto, quando l'intermediario versa all'ente l'intero valore nozionale.

L'indagine conferma che in genere solo le Amministrazioni locali di più grandi dimensioni (Regioni, alcune Province e Comuni capoluogo) hanno fatto ricorso a prestiti obbligazionari con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza e, di conseguenza, alle operazioni di swap di ammortamento. Il 66 per cento del valore nominale iniziale riguardava le Regioni, il 6 per cento le Province e il 28 per cento i Comuni. Il 75 per cento del valore nominale iniziale interessava enti del Centro Nord; il 68 per cento riguardava contratti stipulati nel triennio 2005-08. Circa il 40 per cento del valore nominale faceva riferimento a contratti con scadenza nel decennio 2026-2035; un ulteriore 30 per cento a contratti con scadenza posteriore al 2036.

Spesso le operazioni di swap di ammortamento sono accompagnate da accordi contrattuali con cui gli enti garantiscono le banche nel caso in cui uno degli emittenti dei titoli depositati nel *collateral account* faccia *default*, configurando nella sostanza operazioni di credit default swap (CDS). In presenza di accordi di questo tipo, nonostante l'ente non sia giuridicamente proprietario dei titoli custoditi nel *collateral account* (come invece accade in un *sinking fund*), il rischio di credito relativo a questi titoli ricade in capo all'ente stesso, che si trova pertanto ad assumere una posizione speculativa.

La presenza di garanzie a favore degli intermediari nell'ambito di un contratto di swap d'ammortamento pone alcuni problemi; ad esempio, con questo tipo di operazione si rischia di neutralizzare la copertura derivante dallo swap di ammortamento nel caso in cui l'ente venga chiamato a pagare in caso di *default* dei soggetti che hanno emesso i titoli depositati nel conto di garanzia. Inoltre, dato che la scelta delle obbligazioni da inserire nel *collateral account* viene fatta dalla controparte bancaria, sebbene sempre nell'ambito di categorie predefinite contrattualmente, non sembra appropriato che sia l'ente ad accollarsi il rischio di *default*.

Infine va rilevato che il DM 389 del 2003 non annovera, tra le operazioni in contratti derivati cui gli Enti locali possono fare ricorso, derivati sul rischio di credito.

8. Aspetti problematici nell'utilizzo di strumenti derivati da parte delle Amministrazioni locali

Una parte del debito delle Amministrazioni locali italiane è a tasso variabile; inoltre il debito include sia passività denominate in euro sia in altre valute⁵⁴. Al fine di proteggersi da mutamenti sui mercati valutari e finanziari, gli enti possono trovare utile ricorrere a contratti che consentano di stabilire anticipatamente i futuri oneri per interessi. Forme di copertura di questo tipo possono essere ottenute con il ricorso a contratti derivati come gli swap di tasso di cambio o di interesse.

Gli aspetti più problematici dell'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte delle Amministrazioni locali sono tre: l'elevata complessità dei contratti; l'opacità contabile (gli oneri futuri connessi con tali strumenti non sono evidenziati nei conti degli enti); la possibilità di un utilizzo improprio (ad esempio, ai fini di provvista di liquidità).

I derivati sono strumenti finanziari complessi. La valutazione della loro convenienza e dei connessi profili di rischio richiede un elevato livello di competenze in materia finanziaria sia con riferimento alla strutturazione dei contratti sia con riferimento al loro monitoraggio; a questo proposito si rimanda agli esempi riportati nell'Audizione del Direttore generale della Consob del 18 marzo scorso. Alcuni enti decentrati, in particolare Enti locali, possono non essere dotati di strumenti e competenze adeguati per la valutazione di tali operazioni.

Questa complessità rende difficile anche la stima del costo effettivo dell'operazione. Nei contratti finanziari derivati, infatti, non tutti i costi vengono evidenziati esplicitamente; alcune clausole, che incidono in modo sostanziale sulla convenienza dei contratti, sono incorporate all'interno delle diverse componenti di base che determinano l'andamento dei pagamenti nei vari scenari futuri. Alla maggiore complessità corrispondono inoltre generalmente costi più elevati rispetto a strumenti finanziari di tipo più tradizionale.

L'attuale sistema di contabilità pubblica rende la rappresentazione dei contratti derivati nei bilanci molto opaca. Gli oneri futuri derivanti dalla sottoscrizione di tali

⁵⁴ Alla fine del 2008 il debito in valute diverse dall'euro era pari al 1,8 per cento del debito complessivo delle Amministrazioni locali.

contratti non sono registrati nei bilanci pubblici e non hanno effetti sugli indicatori considerati dalle regole di bilancio in vigore. Il ricorso a strumenti derivati può consentire all'ente di migliorare temporaneamente i propri conti a scapito degli esercizi futuri, su cui ricadrà l'onere di rimborso del debito; la trasparenza dei conti pubblici viene così ridotta.

Infine, i contratti finanziari derivati possono essere impropriamente impiegati, invece che per fini di copertura, per reperire risorse finanziarie aggiuntive. Qualora, in base al contratto, l'ente riceva un flusso netto di risorse nel periodo iniziale e sia un pagatore netto negli anni successivi, il derivato incorpora un finanziamento implicito dall'intermediario all'ente.

In generale la componente di finanziamento dello strumento, così come i relativi costi, non sono esplicitamente evidenziati nei contratti; l'elevato livello dei valori di mercato negativi rispetto a quelli positivi (evidenziato nel paragrafo 7.1) e la loro bassa correlazione con l'andamento dei tassi di mercato suggeriscono che è possibile che una parte degli enti abbia utilizzato i contratti derivati allo scopo di reperire risorse finanziarie aggiuntive rispetto a quelle raccolte attraverso i canali di indebitamento tradizionali.

9. Alcune valutazioni

La legge delega sul federalismo fiscale, approvata il 29 aprile scorso, detta le linee guida per la definizione delle risorse tributarie decentrate, della perequazione fiscale e del coordinamento fra i vari livelli di governo. Il provvedimento enuncia principi generali finalizzati a rendere trasparente il rapporto tra i vari livelli istituzionali di governo nella definizione degli obiettivi di finanza pubblica e ad assicurare il concorso di tutte le Amministrazioni pubbliche al mantenimento di un'adeguata disciplina fiscale. In questa direzione va la previsione sia di regole contabili coerenti con il Patto di stabilità e crescita, sia di meccanismi premiali e sanzionatori.

In questo contesto è opportuno che le politiche di indebitamento delle Amministrazioni locali siano improntate a principi di rigore e trasparenza.

Negli scorsi anni l'utilizzo di strumenti finanziari derivati e il ricorso a operazioni di cartolarizzazione da parte di Regioni, Province e Comuni hanno rappresentato aspetti importanti del sistema di finanziamento degli enti decentrati. Attualmente, il ricorso alle cartolarizzazioni appare terminato; operazioni simili a quelle condotte in passato rappresenterebbero una violazione del precetto costituzionale (art. 119) di ricorrere al debito solo per il finanziamento di investimenti. L'utilizzo di strumenti finanziari derivati è sospeso in attesa della definizione di una nuova normativa.

Come già rilevato, il ricorso a strumenti finanziari derivati può contribuire a ridurre i rischi connessi con il debito degli enti e a rendere più stabile il profilo degli oneri attesi. Tuttavia, esso pone alcuni problemi di rilievo: gli strumenti finanziari derivati possono essere usati per rinviare ad esercizi futuri alcuni oneri e possono ridurre la trasparenza dei conti pubblici. Ciò suggerisce di limitare le tipologie di strumenti consentite e di introdurre regole riguardanti le informazioni da rendere disponibili. Sotto entrambi i profili, si tratta di proseguire nella direzione intrapresa negli scorsi anni.

Il problema della regolamentazione dell'utilizzo di strumenti derivati da parte delle Amministrazioni locali si è presentato anche in altri paesi. Come viene posto in luce nell'Appendice, anche in altri contesti istituzionali la regolamentazione di questa materia è stata in genere caratterizzata da grande prudenza.

Le tipologie di operazioni. – Innanzi tutto, i contratti derivati devono poter essere utilizzati dalle Amministrazioni locali unicamente per la copertura dei rischi. Il DM 389 del 2003 già stabiliva che esse potessero sottoscrivere contratti derivati solo a fronte di passività effettivamente dovute, che tali contratti fossero del tipo *plain vanilla* e che non potessero posticipare la scadenza del debito originario. Si prevedeva inoltre un limite massimo per gli *upfront* e si stabilivano vincoli per il profilo temporale degli oneri relativi ai pagamenti dell'ente. Queste regole appaiono ancora necessarie. Ulteriori rafforzamenti potrebbero essere opportuni: per esempio, con riguardo alla distribuzione temporale degli oneri, andrebbe considerata la possibilità di escludere strutture che implicino profili crescenti nei flussi di pagamento dell'ente.

Il decreto prevedeva due casi in cui era obbligatorio ricorrere a contratti derivati: le operazioni di indebitamento in valute diverse dall'euro e i prestiti con rimborso del

capitale in un'unica soluzione alla scadenza (qualora non fosse stato costituito un apposito fondo di ammortamento).

Data l'ampiezza del mercato finanziario dell'area dell'euro, si potrebbe considerare la possibilità di escludere il ricorso delle Amministrazioni locali all'indebitamento in valute diverse dall'euro. Va rilevato che anche il Ministero dell'Economia e delle finanze si indebita in larghissima misura in euro⁵⁵.

Maggiori sono i potenziali benefici derivanti dalla possibilità di emettere prestiti con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza. In particolare, ciò può contribuire allo sviluppo di un mercato secondario dei prestiti obbligazionari degli enti territoriali. Il progressivo ammortamento delle obbligazioni riduce infatti gradualmente la quantità di titoli in circolazione non favorendo la liquidità del mercato⁵⁶; inoltre, titoli meno liquidi possono essere meno attraenti nei confronti di alcune categorie di investitori, come quelli istituzionali⁵⁷.

Tuttavia è stato rilevato che tali vantaggi nel caso italiano non si sono realizzati⁵⁸; ciò porterebbe a confermare la validità del nuovo regime di divieto dei prestiti con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza introdotto con la manovra triennale. Nel caso in cui si volesse comunque consentire questa tipologia di prestiti, si potrebbero valutare altre soluzioni che escludano il ricorso a operazioni in derivati⁵⁹.

⁵⁵ Alla fine del 2008 il debito in valute diverse dall'euro era pari al 2,4 per cento del debito complessivo delle Amministrazioni centrali; per il 94 per cento esso era coperto con operazioni di currency swap.

⁵⁶ Qualora poi l'ammortamento sia realizzato attraverso il rimborso di una quota di titoli individuata attraverso sorteggio, gli investitori istituzionali potrebbero chiedere un premio di rendimento per fronteggiare il rischio di reinvestimento delle somme rimborsate anticipatamente.

⁵⁷ Negli USA, dove esiste un ampio mercato secondario per i titoli emessi dai governi locali, le emissioni sono principalmente di tipo differente da quelle *amortizing*. Nel quadriennio 2005-08 si sono registrate emissioni da parte delle Amministrazioni statali e locali per un importo annuo mediamente pari a 460 miliardi di dollari. Alla fine del 2008, il valore nominale dei titoli in circolazione, emessi da oltre 50 mila soggetti, era pari a quasi 2.700 miliardi di dollari (oltre il 15 per cento del PIL).

⁵⁸ Cfr. l'audizione del Sottosegretario al Ministero dell'Economia e delle finanze del 25 febbraio 2009.

⁵⁹ Per esempio, al fine di minimizzare i costi e di contenere i rischi, si potrebbe eliminare la possibilità di ricorrere a swap di ammortamento e prevedere che gli enti costituiscano un fondo di ammortamento investito esclusivamente in titoli di Stato con scadenza coerente con quella dell'emissione obbligazionaria.

La trasparenza. – La trasparenza dei contratti è un elemento fondamentale per un uso consapevole di questi strumenti. È necessario evidenziare gli oneri per i bilanci pubblici derivanti dalla sottoscrizione di contratti derivati.

Informazioni standardizzate ed elaborate sulla base di una metodologia condivisa e trasparente, se riportate nei bilanci pubblici, potranno dare una maggiore certezza riguardo gli oneri futuri attesi e consentire quindi una più efficace programmazione finanziaria degli enti. Ne beneficerebbero anche la qualità della gestione degli enti e il monitoraggio delle finanze pubbliche⁶⁰.

La pubblicazione di statistiche accurate su questo fenomeno consentirebbe una migliore valutazione non solo della sostenibilità finanziaria dei singoli enti, ma anche della situazione complessiva dei conti pubblici. In un contesto di crescente decentramento, disporre di informazioni esaustive e tempestive con riferimento alle Amministrazioni decentrate diventerà in prospettiva sempre più importante.

Le operazioni già in essere. – Per quanto riguarda le operazioni avviate in passato, è innanzi tutto necessario fare chiarezza in merito all'ammontare e alle caratteristiche dei contratti: come emerso nel corso delle audizioni di fronte a questa Commissione al momento non esiste una fonte che sia in grado di fornire informazioni complete in merito.

Sarebbe quindi opportuno che il nuovo regolamento estendesse gli obblighi di rendicontazione nei bilanci anche alle operazioni effettuate negli scorsi anni. Ciò potrebbe facilitare la ricognizione delle posizioni attualmente aperte e favorire l'adozione delle eventuali misure necessarie.

Il contenimento dei costi. – In prospettiva, in un contesto in cui le Amministrazioni pubbliche muovano verso il pareggio del bilancio, in coerenza con gli obiettivi di medio termine indicati nei Documenti di Programmazione Economico-Finanziaria degli ultimi anni e con le regole dell'Unione europea, il peso relativo del debito degli enti decentrati sul debito pubblico potrebbe tendere gradualmente a crescere. A tali

⁶⁰ Secondo quanto riferito dal Sottosegretario al Ministero dell'Economia e delle finanze nel corso dell'audizione dello scorso 25 febbraio, l'introduzione dell'obbligo di comunicazione preventiva al Ministero, previsto dalla legge finanziaria per il 2007, ha già comportato un atteggiamento più prudente e consapevole da parte delle Amministrazioni locali nel ricorso a strumenti finanziari derivati.

enti è infatti consentito di finanziare gli investimenti con il ricorso al debito. È opportuno evitare che il possibile decentramento del debito determini un aumento del costo dell'indebitamento, a causa della minore liquidità e delle minori economie di scala. Per affrontare questo problema la legge finanziaria per l'anno 2005 aveva indicato la possibilità di effettuare emissioni di titoli in *pool*⁶¹.

Dati i costi relativamente alti degli strumenti derivati e l'elevato livello di competenze finanziarie richiesto per la loro corretta valutazione, andrebbero valutate strategie che consentano lo sfruttamento di economie di scala e una gestione aggregata dei rischi.

⁶¹ Art. 1, comma 68, della legge 30 dicembre 2004, n. 311, che disciplina le operazioni di emissione di prestiti obbligazionari effettuate congiuntamente da più Enti locali.

Appendice

Derivati e Amministrazioni locali: l'esperienza di altri paesi

Anche in altri contesti istituzionali si è presentato il problema della regolamentazione dell'utilizzo di strumenti derivati da parte delle Amministrazioni locali; l'atteggiamento degli ordinamenti è stato in genere caratterizzato da grande prudenza.

Regno Unito. – A partire dai primi anni ottanta gli Enti locali inglesi hanno utilizzato diffusamente strumenti derivati, principalmente nella forma di swap su tassi d'interesse, sia per finalità di copertura sia per beneficiare dell'incasso di *upfront*. Alla fine del decennio gli Enti locali erano tra gli operatori non finanziari più importanti e attivi sul mercato degli swap nel Regno Unito.

In assenza di una normativa specifica, non fu messa in discussione la capacità delle Amministrazioni locali di sottoscrivere contratti derivati. In una prima fase il fenomeno rimase circoscritto a un numero relativamente ristretto di enti e a mere finalità di copertura. Nel maggio del 1989 prese avvio la discussione del caso "*Hazell vs. Hammersmith and Fulham London Borough Council*". La municipalità londinese di Hammersmith e Fulham aveva stipulato 24 contratti swap tra il 1983 e il 1987 e ulteriori 592 contratti nel biennio 1988-89. Nel 1989 il nozionale dei contratti derivati in essere era pari a circa 20 volte l'ammontare del debito effettivamente contratto. A fronte delle difficoltà incontrate nel fronteggiare gli oneri derivanti dai contratti stipulati, nel maggio del 1989 essa chiese alla magistratura di dichiarare nulle alcune delle transazioni eseguite. Nel gennaio del 1991 la *House of Lords*, nella sua veste di Alta Corte di giustizia del Regno Unito, stabilì che le autorità locali non hanno la capacità di concludere validamente contratti derivati, né a fini di copertura, né tanto meno a fini speculativi.

Successivamente alla decisione di nullità dei contratti molte banche avviarono procedimenti giudiziali per rientrare in possesso delle somme versate alle Amministrazioni locali. Nel 1996 la *House of Lords* riconobbe il diritto degli intermediari alla restituzione sia del saldo netto tra *upfront* pagato agli enti e flussi di cassa da questi versati, sia alla corresponsione di un interesse semplice su queste somme.

Nel 2003, il *Local Government Act* ha concesso alle Amministrazioni locali di Inghilterra e Galles maggiore autonomia nella gestione delle proprie finanze, ribadendo la loro capacità di indebitarsi per ogni finalità attinente le proprie funzioni e introducendo anche la possibilità di indebitarsi per far fronte a momentanee carenze di liquidità nell'ambito della gestione della tesoreria o per rifinanziare le passività in scadenza. Nonostante i più ampi margini di autonomia, si ritiene generalmente tuttora in vigore il divieto sancito dalla *House of Lords* nel 1991.

Germania. – La Costituzione tedesca garantisce ai Comuni ampia autonomia, anche sul versante finanziario. Il ricorso al debito da parte dei Comuni trova fondamento nei principi costituzionali ed è regolato da leggi regionali.

I Comuni possono ricorrere al debito solo se le risorse necessarie non possono essere acquisite in maniera economicamente più vantaggiosa. Il debito deve essere gestito in modo da minimizzare i costi e contenere il rischio complessivo al quale l'ente si espone.

I principi generali dell'ordinamento escludono che si possa ricorrere a strumenti derivati con finalità speculative. I derivati devono essere collegati a passività pre-esistenti, ma rimangono giuridicamente distinti dalle obbligazioni cui sono funzionalmente collegati.

L'impiego di strumenti finanziari derivati non è regolato a livello federale. Molti Länder, in collaborazione con l'associazione dei Comuni, hanno emanato direttive contenenti i principi e le *best practices* ai quali i Comuni devono attenersi nell'utilizzo di strumenti finanziari derivati.

Le direttive non contengono un elenco specifico di operazioni ammissibili sia perché esso non risulterebbe coerente con l'autonomia dei Comuni, sia perché sarebbe difficile tener conto degli effetti dell'innovazione finanziaria.

In termini generali, i derivati non sono obbligatori in nessuna fase e accanto a nessun tipo di strumento (nel caso italiano, invece, i derivati sono stati obbligatori fino alla manovra triennale della scorsa estate, nel caso di titoli *bullet*, e lo sono tuttora a fronte di esposizioni in valuta). Il rischio valutario va assicurato solo se le norme regionali vietano la presenza nei conti pubblici di rischi valutari.

L'impiego di strumenti derivati deve essere accompagnato da un'analisi costi-benefici. Nella maggior parte dei casi le direttive stabiliscono un nozionale minimo (2,5 milioni); l'impiego di strumenti di copertura è raccomandato per esposizioni superiori ai 5 milioni.

Le direttive prevedono in genere che l'impiego di strumenti derivati debba avvenire nell'ambito di una struttura deputata alla gestione dei rapporti finanziari, dotata di adeguate competenze professionali ed organizzata in modo da garantire analisi ponderate e un controllo efficace sul disegno e sull'implementazione delle operazioni. I Comuni dovrebbero gestire il rischio (identificazione, misurazione, mitigazione) rifacendosi ai principi adottati dalle imprese private. La scelta dell'intermediario con il quale sottoscrivere il contratto derivato non è soggetta a procedure ad evidenza pubblica. Tuttavia l'intero processo deve essere accompagnato da documenti dai quali, tra l'altro, emerga che il derivato ha una funzione di gestione del rischio e di riduzione dei costi attesi del finanziamento.

Le decisioni relative agli strumenti derivati richiedono il coinvolgimento di vari soggetti: amministratori, revisori dei conti, consulenza giuridica. Nel complesso, l'impiego dei derivati è soggetto ad obblighi informativi analoghi a quelli degli strumenti di debito tradizionali. I Comuni devono definire un indicatore che misuri i risultati delle operazioni e verificare periodicamente il conseguimento o meno dei risultati attesi. Una quota dei vantaggi finanziari che scaturiscono dall'impiego di derivati (talvolta fino al 50 per cento) va accantonata in fondi a garanzia dei complessivi rischi finanziari dell'ente.

TAVOLE E FIGURE

**Contratti derivati negoziati su mercati non regolamentati
dalle principali banche dei paesi del G10**
(miliardi di euro e valori percentuali)

Fattori di rischio / tipologie contrattuali	Valore nozionale				Valore lordo di mercato (1)			
	dic-98	dic-04	dic-08	var. % 2004-08	dic-98	dic-04	dic-08	var. % 2004-08
Totale contratti	68.122	189.874	425.352	124,0	2.741	6.905	24.351	252,7
Totale derivati su cambi	15.278	21.503	35.750	66,3	667	1.135	2.815	147,9
<i>Forward e swap di valuta</i>	10.233	10.977	17.649	60,8	416	472	1.244	163,5
<i>Swap</i>	1.911	6.037	10.580	75,3	170	547	1.141	108,7
<i>Opzioni</i>	3.134	4.489	7.520	67,5	81	116	429	269,8
Totale derivati su tassi	42.425	139.859	300.839	115,1	1.421	3.977	13.236	232,8
<i>Forward rate agreement</i>	4.882	9.389	28.212	200,5	12	16	110	572,8
<i>Interest rate swap</i>	30.759	110.588	235.765	113,2	1.280	3.600	11.908	230,8
<i>Opzioni</i>	6.784	19.882	36.862	85,4	129	361	1.217	237,3
Totale derivati su azioni	1.262	3.219	4.666	44,9	200	366	800	118,7
<i>Forward e swap</i>	124	555	1.173	111,3	37	56	243	334,9
<i>Opzioni</i>	1.138	2.664	3.494	31,1	163	310	557	79,7
Totale derivati su materie prime	346	1.060	3.181	200,2	36	124	686	454,4
<i>Oro</i>	148	271	284	4,7	11	23	46	98,8
<i>Altre materie prime</i>	198	789	2.897	267,4	25	100	640	537,2
Totale derivati su crediti (CDS)	-	4.696	30.084	540,7	-	98	4.061	4.044,1
<i>Strumenti single-name</i>	-	3.757	18.488	392,2	-	82	2.655	3.137,9
<i>Strumenti multi-name</i>	-	939	11.596	1.135,0	-	16	1.406	8.689,7
Non allocati	8.811	19.538	50.832	160,2	417	1.205	2.753	128,4

Fonte: Bank for International Settlements, *Semiannual Over-The-Counter (OTC) Derivatives Markets Statistics*. L'indagine prevede la rilevazione semestrale di statistiche sui derivati OTC su base consolidata presso un campione di banche e intermediari finanziari con sede nei paesi del G-10.

(1) Il valore lordo di mercato è pari alla somma, in valore assoluto, dei valori di mercato positivi e di quelli negativi.

Derivati finanziari e creditizi delle banche operanti in Italia - valori nozionali (1)
(miliardi di euro e valori percentuali)

	dicembre 2004		dicembre 2005		dicembre 2006		dicembre 2007		dicembre 2008		marzo 2009		var. % 2004-08
	imp.	comp. %	imp.	comp. %	imp.	comp. %	imp.	comp. %	imp.	comp. %	imp.	comp. %	
Derivati Finanziari	6.331	100,0	7.486	100,0	7.492	100,0	7.663	100,0	8.995	100,0	8.965	100,0	42,1
<i>di cui:</i>													
<i>residenti</i>	2.074	32,8	2.408	32,2	2.394	32,0	2.443	31,9	2.885	32,1	2.876	32,1	39,1
<i>non residenti</i>	4.257	67,2	5.077	67,8	5.098	68,0	5.220	68,1	6.110	67,9	6.089	67,9	43,5
Derivati Creditizi	60	100,0	97	100,0	124	100,0	189	100,0	226	100,0	195	100,0	273,3
<i>di cui:</i>													
<i>residenti</i>	6	9,3	9	9,8	10	8,5	3	1,5	6	2,4	6	3,0	-1,7
<i>non residenti</i>	55	90,7	88	90,2	113	91,5	187	98,5	220	97,6	189	97,0	301,5

Fonte: Banca d'Italia, segnalazioni di vigilanza.

(1) Per banche operanti in Italia si intendono le banche autorizzate in Italia e le filiali italiane di banche estere.

Derivati finanziari e creditizi delle banche operanti in Italia - valori di mercato (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

	dicembre 2004		dicembre 2006		dicembre 2008		marzo 2009	
	importo	comp. %	importo	comp. %	importo	comp. %	importo	comp. %
Derivati Finanziari								
Valore di mercato positivo (2)	100.393	100,0	84.207	100,0	157.785	100,0	180.515	100,0
Controparti residenti	42.375	42,2	37.960	45,1	64.273	40,7	67.160	37,2
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	599	0,6	1.471	1,7	2.692	1,7	2.770	1,5
<i>Banche, Finanz. e Assic.</i>	34.798	34,7	31.124	37,0	52.806	33,1	56.417	31,3
<i>Imprese</i>	5.400	5,4	4.232	5,0	6.846	4,3	7.190	4,0
<i>Famiglie</i>	913	0,9	478	0,6	1.150	0,7	467	0,3
<i>Altro</i>	665	0,7	655	0,8	780	0,5	317	0,2
Controparti non residenti	58.018	57,8	46.247	54,9	93.512	59,6	113.355	62,8
Valore di mercato negativo (3)	91.970	100,0	90.991	100,0	167.338	100,0	181.133	100,0
Controparti residenti	37.044	40,3	41.605	45,7	56.866	34,3	59.605	32,9
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	338	0,4	150	0,2	193	0,1	192	0,1
<i>Banche, Finanz. e Assic.</i>	32.990	35,9	34.152	37,5	52.342	31,5	55.596	30,7
<i>Imprese</i>	1.523	1,7	1.382	1,5	961	0,6	1.092	0,6
<i>Famiglie</i>	714	0,8	1.269	1,4	435	0,3	861	0,5
<i>Altro</i>	1.480	1,6	4.652	5,1	2.895	1,7	1.864	1,0
Controparti non residenti	54.926	59,7	49.385	54,3	110.472	65,7	121.529	67,1
Derivati Creditizi								
Valore di mercato positivo (2)	91	100,0	820	100,0	6.799	100,0	6.205	100,0
Controparti residenti	1	0,9	701	85,5	198	2,9	182	2,9
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	-	-	10	1,2	90	1,3	73	1,2
<i>Banche, Finanz. e Assic.</i>	1	0,9	691	84,3	107	1,6	108	1,7
Controparti non residenti	90	99,1	119	14,5	6.583	96,8	6.023	97,1
Valore di mercato negativo (3)	61	100,0	148	100,0	6.495	100,0	6.183	100,0
Controparti residenti	2	2,9	1	0,7	105	1,6	92	1,5
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Banche, Finanz. e Assic.</i>	2	2,9	1	0,7	105	1,6	92	1,5
Controparti non residenti	59	97,1	147	99,3	6.360	97,9	6.058	98,0
Derivati Finanziari e Creditizi								
Valore lordo di mercato (4)	192.514	100,0	176.165	100,0	338.417	100,0	374.035	100,0
Controparti residenti	79.422	41,3	80.267	45,6	121.442	35,9	127.039	34,0
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	937	0,5	1.631	0,9	2.975	0,9	3.034	0,8
<i>Banche, Finanz. e Assic.</i>	67.791	35,2	65.968	37,4	105.140	31,1	112.213	30,0
<i>Imprese</i>	6.923	3,6	5.614	3,2	7.807	2,3	8.282	2,2
<i>Famiglie</i>	1.627	0,8	1.747	1,0	1.585	0,5	1.328	0,4
<i>Altro</i>	2.145	1,1	5.306	3,0	3.723	1,1	2.213	0,6
Controparti non residenti	113.092	58,7	95.898	54,4	216.927	64,1	246.964	66,0

Fonte: Banca d'Italia, segnalazioni di vigilanza.

(1) Per banche operanti in Italia si intendono le banche autorizzate in Italia e le filiali italiane di banche estere. I dati riportati considerano anche l'operatività infragruppo delle banche; va tenuto conto che quest'ultima operatività, ovviamente, non rileva ai fini dell'analisi delle operazioni effettuate con Amministrazioni locali. – (2) Valore di mercato positivo per la banca e negativo per la controparte. Per valore di mercato si intende il valore intrinseco; dal dicembre 2008, in seguito al cambiamento della struttura delle segnalazioni di vigilanza, si fa riferimento al *fair value*. – (3) Valore di mercato negativo per la banca e positivo per la controparte. Per valore di mercato si intende il valore intrinseco; dal dicembre 2008, in seguito al cambiamento della struttura delle segnalazioni di vigilanza, si fa riferimento al *fair value*. – (4) Il valore lordo di mercato è pari alla somma, in valore assoluto, dei valori di mercato positivi e di quelli negativi.

Evoluzione della normativa sull'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte di Amministrazioni locali

Provvedimenti normativi	Principali contenuti		
	obblighi/divieti	tipologie di contratti ammessi	profili di trasparenza/pubblicità
DM 5 luglio 1996, n. 420	<p>1) obbligo di <i>swap</i> di tasso di cambio per i prestiti obbligazionari in valuta estera</p> <p>2) divieto di emissione di prestiti obbligazionari che incorporino opzioni</p>		
<p>Legge 28 dicembre 2001, n. 448 (art. 41)</p> <p>DM 1 dicembre 2003, n. 389</p> <p>Circolare del MEF del 27 maggio 2004</p>	<p>1) derivati solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute</p> <p>2) obbligo di <i>swap</i> di tasso di cambio a fronte di prestiti in valuta</p> <p>3) obbligo di <i>swap</i>/fondo di ammortamento a fronte di prestiti <i>bullet</i></p> <p>4) <i>upfront</i> non superiore all'1% del nozionale</p> <p>5) divieto di posticipare la scadenza del debito originario</p> <p>6) divieto di previsione di un profilo crescente nel tempo dei valori attuali dei pagamenti da parte dell'ente</p>	<p>1) possibilità di emettere prestiti <i>bullet</i></p> <p>2) solo derivati <i>plain vanilla</i></p> <p>3) derivati solo a fronte di passività effettivamente dovute</p> <p>4) definizione delle operazioni ammesse: IRS, currency swap, FRA, cap, collar e loro combinazioni; swap d'ammortamento; altre operazioni in derivati per la ristrutturazione del debito.</p>	<p>1) monitoraggio trimestrale del MEF</p>
Legge 27 dicembre 2006, n. 296 (art. 1, comma 737, che ha aggiunto i commi 2-bis e 2-ter all'art. 41 della legge n. 448 del 2001)	<p>1) derivati solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute</p>		<p>1) comunicazione preventiva al MEF</p> <p>2) comunicazione alla Corte dei Conti delle operazioni in violazione della normativa</p>
Legge 24 dicembre 2007, n. 244 (art. 1, commi 381-384)			<p>1) trasparenza dei contratti in derivati</p> <p>2) pubblicità, anche in bilancio, delle operazioni in derivati</p> <p>3) previsto un regolamento del MEF sentite Banca d'Italia e Consob</p>
Legge 6 agosto 2008, n. 133 (art. 62)	<p>1) sospensione dell'operatività in derivati in attesa di un provvedimento di riordino (e almeno per un anno)</p> <p>2) divieto di emissione di prestiti <i>bullet</i></p> <p>3) l'<i>upfront</i> costituisce debito pubblico</p>		<p>1) previsto un regolamento del MEF sentite Banca d'Italia e Consob per disciplinare:</p> <ul style="list-style-type: none"> - la tipologia dei contratti relativi a strumenti finanziari derivati e alle componenti derivate, implicite o esplicite, ammesse - i profili di trasparenza dei contratti e di pubblicità nei bilanci
Legge 22 dicembre 2008, n. 203.	ripropone, rivisto nella forma, l'art. 62 della legge n. 133 del 2008	1) possibilità di ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività sottostante	

Consistenza del debito delle Amministrazioni locali: analisi per strumenti e comparti (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Titoli	14.035	18.890	24.911	31.216	30.712	30.229
emessi in Italia	3.846	6.066	9.537	10.827	10.651	10.554
emessi all'estero	10.189	12.824	15.374	20.390	20.061	19.676
Prestiti di IFM (2)	31.113	31.726	33.381	71.351	69.734	71.114
istituzioni residenti	29.737	30.384	32.049	69.499	67.469	68.817
istituzioni non residenti	1.376	1.342	1.332	1.852	2.265	2.297
Altro (3)	23.499	23.723	29.010	8.269	10.034	5.341
DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI LOCALI	68.647	74.339	87.302	110.837	110.480	106.685
<i>in percentuale del PIL</i>	5,1	5,3	6,1	7,5	7,2	6,8
Debito delle Regioni (4)	24.869	27.738	31.415	42.537	44.828	41.419
di cui: Titoli	9.018	10.944	11.322	16.257	15.840	15.127
<i>emessi in Italia</i>	442	826	947	1.092	1.034	992
<i>emessi all'estero</i>	8.575	10.118	10.374	15.165	14.806	14.136
di cui: Prestiti di IFM e CDP (2)	13.314	13.837	15.239	18.791	19.537	21.516
<i>istituzioni residenti</i>	12.516	13.096	14.427	17.621	18.319	20.345
<i>istituzioni non residenti</i>	798	741	812	1.170	1.218	1.171
Debito delle Province (5)	4.790	5.685	7.281	8.652	8.826	9.054
di cui: Titoli	1.132	2.027	3.256	3.656	3.744	3.777
<i>emessi in Italia</i>	681	1.237	2.254	2.630	2.592	2.643
<i>emessi all'estero</i>	451	790	1.002	1.025	1.151	1.135
di cui: Prestiti di IFM e CDP (2)	3.578	3.582	3.954	4.929	5.034	5.223
<i>istituzioni residenti</i>	3.558	3.532	3.854	4.805	4.869	5.003
<i>istituzioni non residenti</i>	19	50	100	123	165	221
Debito dei Comuni (6)	33.318	35.286	40.820	45.243	46.561	47.494
di cui: Titoli	3.839	5.866	10.232	11.203	11.014	11.214
<i>emessi in Italia</i>	2.676	3.950	6.234	7.004	6.909	6.809
<i>emessi all'estero</i>	1.162	1.916	3.998	4.199	4.104	4.405
di cui: Prestiti di IFM e CDP (2)	28.864	28.857	29.954	33.460	35.229	35.966
<i>istituzioni residenti</i>	28.305	28.306	29.534	32.901	34.347	35.060
<i>istituzioni non residenti</i>	558	551	420	559	882	906
Debito di altri enti	5.670	5.630	7.786	14.405	10.265	8.717

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. — (2) L'aggregato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) non include la Banca centrale nazionale alla quale è vietato concedere qualsiasi forma di facilitazione creditizia alle Amministrazioni pubbliche (art. 101 del Trattato che istituisce la Comunità Europea); dal settembre 2006 la Cassa depositi e prestiti spa è inclusa tra le Istituzioni finanziarie monetarie (IFM); dalla stessa data i prestiti erogati dalla Cassa in favore delle Amministrazioni pubbliche confluiscono nella voce "prestiti di IFM". — (3) Si tratta principalmente dei prestiti erogati dalla Cassa depositi e prestiti spa fino ad agosto 2006, delle operazioni di cartolarizzazione per la parte considerata come prestito secondo i criteri indicati dall'Eurostat e di altre partite minori. — (4) Comprende le Province autonome. — (5) Comprende le Aree metropolitane. — (6) Comprende le Unioni di comuni.

Consistenza del debito delle Amministrazioni locali: analisi per aree geografiche (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nord ovest	17.440	18.628	22.393	30.601	29.511	29.161
di cui: Titoli	3.329	4.328	6.851	9.333	9.141	9.286
<i>emessi in Italia</i>	1.575	2.433	3.290	3.645	3.597	3.538
<i>emessi all'estero</i>	1.754	1.895	3.562	5.689	5.544	5.748
di cui: Prestiti di IFM e CDP (2)	13.859	14.066	15.329	21.006	20.168	19.664
<i>istituzioni residenti</i>	13.685	13.942	15.212	20.896	20.065	19.568
<i>istituzioni non residenti</i>	174	124	117	110	103	96
Nord est	11.792	12.655	14.463	16.809	16.262	16.484
di cui: Titoli	2.083	3.053	4.291	5.467	5.513	5.478
<i>emessi in Italia</i>	1.181	1.560	2.326	2.471	2.474	2.561
<i>emessi all'estero</i>	902	1.493	1.965	2.996	3.039	2.917
di cui: Prestiti di IFM e CDP (2)	9.550	9.394	9.904	11.082	10.581	10.876
<i>istituzioni residenti</i>	9.425	9.268	9.769	10.892	10.340	10.607
<i>istituzioni non residenti</i>	125	125	135	190	241	269
Centro	20.568	22.396	25.396	32.483	31.393	28.821
di cui: Titoli	4.277	5.283	6.234	6.878	6.952	6.711
<i>emessi in Italia</i>	667	851	1.559	1.891	1.856	1.815
<i>emessi all'estero</i>	3.611	4.431	4.675	4.988	5.097	4.896
di cui: Prestiti di IFM e CDP (2)	14.532	14.910	16.088	20.423	19.763	20.564
<i>istituzioni residenti</i>	14.195	14.462	15.676	19.803	18.803	19.554
<i>istituzioni non residenti</i>	337	448	412	621	960	1.009
Sud	12.068	13.652	17.122	21.620	23.554	23.922
di cui: Titoli	1.722	3.329	4.373	6.539	6.423	6.318
<i>emessi in Italia</i>	305	1.066	2.117	2.341	2.266	2.193
<i>emessi all'estero</i>	1.417	2.263	2.256	4.199	4.157	4.126
di cui: Prestiti di IFM e CDP (2)	10.210	10.192	11.272	13.077	13.167	14.327
<i>istituzioni residenti</i>	10.095	10.061	11.035	12.836	12.725	13.896
<i>istituzioni non residenti</i>	115	132	237	241	442	432
Isole	6.779	7.008	7.928	9.325	9.760	8.298
di cui: Titoli	2.624	2.898	3.162	2.998	2.684	2.435
<i>emessi in Italia</i>	119	155	246	479	459	446
<i>emessi all'estero</i>	2.505	2.742	2.916	2.518	2.226	1.989
di cui: Prestiti di IFM e CDP (2)	3.204	3.257	4.151	5.750	6.179	5.784
<i>istituzioni residenti</i>	2.579	2.754	3.774	5.110	5.689	5.326
<i>istituzioni non residenti</i>	624	503	376	640	490	458
DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI LOCALI	68.647	74.339	87.302	110.837	110.480	106.685
<i>in percentuale del PIL</i>	5,1	5,3	6,1	7,5	7,2	6,8

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. — (2) L'aggregato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) non include la Banca centrale nazionale alla quale è vietato concedere qualsiasi forma di facilitazione creditizia alle Amministrazioni pubbliche (art. 101 del Trattato che istituisce la Comunità Europea).

Debito delle Amministrazioni locali al 31 dicembre 2008 – Analisi per regioni e strumenti (1)
(milioni di euro)

	Titoli emessi in Italia	Titoli emessi all'estero	Prestiti di IFM residenti e CDP spa (2)	Prestiti di IFM non residenti	Altre passività (3)	Totale
Piemonte	1.461	2.224	8.930	-	64	12.679
Valle d'Aosta	-	424	172	-	3	599
Lombardia	1.381	2.446	8.861	80	124	12.892
Trentino Alto Adige	58	15	1.028	-	6	1.107
Veneto	1.050	1.428	4.033	-	43	6.553
Friuli Venezia Giulia	80	1.425	1.433	-	16	2.954
Liguria	696	654	1.605	16	20	2.991
Emilia Romagna	1.373	49	4.113	302	33	5.870
Toscana	1.032	456	4.691	114	41	6.334
Umbria	224	738	927	-	12	1.901
Marche	235	435	1.912	81	16	2.677
Lazio	324	3.267	12.025	815	1.477	17.908
Abruzzo	429	1.040	1.051	-	728	3.247
Molise	8	236	215	-	3	461
Campania	632	2.181	6.422	262	2.498	11.995
Puglia	675	641	2.829	87	26	4.258
Basilicata	133	28	617	83	5	865
Calabria	316	-	2.761	-	18	3.095
Sicilia	339	1.052	3.872	391	65	5.718
Sardegna	108	937	1.454	67	14	2.579
Totale	10.554	19.676	68.951	2.297	5.208	106.685

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) L'aggregato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) non include la Banca centrale nazionale alla quale è vietato concedere qualsiasi forma di facilitazione creditizia alle Amministrazioni pubbliche (art. 101 del Trattato che istituisce la Comunità Europea); dal settembre 2006 la Cassa depositi e prestiti spa è inclusa tra le Istituzioni finanziarie monetarie (IFM); dalla stessa data i prestiti erogati dalla Cassa in favore delle Amministrazioni pubbliche confluiscono nella voce "prestiti di IFM". – (3) Si tratta principalmente dei prestiti erogati dalla Cassa depositi e prestiti spa fino ad agosto 2006, delle operazioni di cartolarizzazione per la parte considerata come prestito secondo i criteri indicati dall'Eurostat e di altre partite minori.

Upfront versati ad Amministrazioni locali nel periodo 2005-08
(unità e milioni di euro)

	2005		2006		2007		2008		2005-08	
	numero contratti	importo	numero contratti	importo	numero contratti	importo	numero contratti	importo	numero contratti	importo
Regioni	2	2,1	-	-	-	-	-	-	2	2,1
Province	2	0,1	2	0,1	5	1,3	-	-	9	1,5
Comuni	83	33,6	57	3,7	12	0,6	1	0,1	153	37,9
Totale	87	35,8	59	3,8	17	1,8	1	0,1	164	41,5
<i>di cui: Centro Nord</i>	26	30,3	33	1,3	6	0,1	-	-	65	31,7
<i>Mezzogiorno</i>	61	5,5	26	2,5	11	1,7	1	0,1	99	9,8

Fonte: nostra indagine. I dati si riferiscono a tre dei principali gruppi bancari italiani per operatività in derivati con Amministrazioni locali.

Derivati finanziari sottoscritti da Amministrazioni locali con banche operanti in Italia (1)

(milioni di euro, unità e valori percentuali)

VOCI	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09
Valori nozionali	29.057	33.041	31.520	26.053	24.499
Valore di mercato positivo (2)	248	140	120	89	85
Valore di mercato negativo (3)	600	737	902	1.061	1.079
<i>Regioni</i>	156	264	116	360	364
<i>Province</i>	92	63	96	119	120
<i>Comuni e Unioni di Comuni</i>	343	408	686	570	574
<i>Altre</i>	9	2	4	13	21
Numero di Amministrazioni locali	349	588	669	474	496
<i>Regioni</i>	7	10	11	13	13
<i>Province</i>	25	29	31	32	28
<i>Comuni e Unioni di Comuni</i>	310	540	619	415	440
<i>Altre</i>	7	9	8	14	15
Controparti bancarie					
<i>numero</i>	45	46	44	38	34
<i>quota di mercato dei primi tre gruppi</i>	66,1	69,6	70,1	70,5	71,7
Valori nozionali/debito delle Amministrazioni locali	33,3	29,8	28,5	24,4	22,6
Valore di mercato negativo/debito delle Amministrazioni locali	0,7	0,7	0,8	1,0	1,0
<i>Regioni</i>	0,5	0,6	0,3	0,9	0,9
<i>Province</i>	1,3	0,7	1,1	1,3	1,3
<i>Comuni e Unioni di Comuni</i>	0,8	0,9	1,5	1,2	1,2
<i>Altre</i>	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2

Fonte: Banca d'Italia, segnalazioni di vigilanza; per il numero di Amministrazioni locali la fonte è la Centrale dei rischi che rileva mensilmente, da gennaio 2005, le sole operazioni in derivati finanziari degli intermediari operanti in Italia superiori alla soglia di censimento (la soglia è stata ridotta da 75 mila a 30 mila euro a partire da gennaio 2009), ovvero il credito vantato nei confronti della clientela (valore di mercato positivo per la banca). La Centrale dei Rischi rileva da gennaio 2005 le sole operazioni in derivati finanziari svolte da intermediari operanti in Italia con valore intrinseco positivo per l'intermediario.

(1) Per banche operanti in Italia si intendono le banche autorizzate in Italia e le filiali italiane di banche estere. – (2) Valore di mercato positivo per l'ente e negativo per la banca. Per valore di mercato si intende il valore intrinseco; dal dicembre 2008, in seguito al cambiamento della struttura delle segnalazioni di vigilanza, si fa riferimento al *fair value*. – (3) Valore di mercato negativo per l'ente e positivo per la banca. Per valore di mercato si intende il valore intrinseco; dal dicembre 2008, in seguito al cambiamento della struttura delle segnalazioni di vigilanza, si fa riferimento al *fair value*. Per la scomposizione tra le varie categorie di enti sono stati utilizzati i pesi tratti dalle segnalazioni in Centrale dei Rischi.

**Derivati finanziari sottoscritti da Amministrazioni locali con banche operanti in Italia:
distribuzione regionale del valore di mercato negativo e del numero di enti (1)**
(milioni di euro, unità e valori percentuali)

	valore di mercato negativo (2)					numero di Amministrazioni locali				
	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09
Piemonte	96	170	115	180	185	10	19	20	17	16
Valle d' Aosta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lombardia	110	67	90	95	102	42	59	66	44	51
Trentino- Alto Adige	1	3	5	0	0	1	7	8	3	2
Veneto	16	19	35	67	71	29	48	52	44	43
Friuli Venezia Giulia	2	5	10	5	7	7	17	21	17	16
Liguria	8	5	5	9	13	7	12	11	10	12
Emilia Romagna	50	26	25	65	61	28	37	41	31	29
Toscana	16	30	43	48	58	31	58	62	41	38
Umbria	14	19	36	26	25	11	25	30	19	24
Marche	14	12	18	13	14	23	29	28	27	27
Lazio	17	33	72	129	126	26	35	43	35	38
Abruzzo	11	16	29	32	30	12	22	22	20	19
Molise	15	7	2	19	15	2	3	4	1	2
Campania	147	207	201	207	229	37	56	66	43	47
Puglia	39	47	59	19	15	26	52	56	43	48
Basilicata	2	4	5	9	12	6	10	12	7	8
Calabria	6	25	63	55	50	15	33	44	29	33
Sicilia	32	37	76	74	58	27	51	65	31	30
Sardegna	3	7	14	8	7	9	15	18	12	13
Totale	600	737	902	1.061	1.079	349	588	669	474	496

Fonte: Banca d'Italia, segnalazioni di vigilanza e Centrale dei rischi.

(1) Per banche operanti in Italia si intendono le banche autorizzate in Italia e le filiali italiane di banche estere. – (2) Valore di mercato negativo per l'ente e positivo per la banca. Per valore di mercato si intende il valore intrinseco; dal dicembre 2008, in seguito al cambiamento della struttura delle segnalazioni di vigilanza, si fa riferimento al *fair value*. Per la scomposizione tra regioni sono stati utilizzati pesi tratti dalle segnalazioni in Centrale dei Rischi. Dal gennaio 2005, la Centrale dei Rischi rileva mensilmente le esposizioni in derivati finanziari degli intermediari operanti in Italia superiori alla soglia di censimento (la soglia è stata ridotta da 75 mila a 30 mila euro a partire da gennaio 2009), ovvero il credito vantato nei confronti della clientela (valore intrinseco positivo per la banca).

Swap di ammortamento di Amministrazioni locali
(milioni di euro)

	numero di enti	numero di contratti	nozionale originario	nozionale da ammortizzare a fine marzo 2009
Regioni	10	33	9.409	6.745
<i>di cui: Centro Nord</i>	6	23	6.372	4.772
<i> Mezzogiorno</i>	4	10	3.038	1.973
Province	8	26	799	705
<i>di cui: Centro Nord</i>	6	24	743	656
<i> Mezzogiorno</i>	2	2	56	49
Comuni	9	17	4.064	3.769
<i>di cui: Centro Nord</i>	7	14	3.559	3.312
<i> Mezzogiorno</i>	2	3	505	458
Totale	27	76	14.272	11.220
<i>di cui: Centro Nord</i>	19	61	10.673	8.740
<i> Mezzogiorno</i>	8	15	3.599	2.480
<hr/>				
Anno di stipula del contratto				
1999	2	2	128	20
2000	1	1	157	90
2001	1	1	279	169
2002	1	2	1.028	469
2003	4	5	2.301	1.529
2004	3	6	734	569
2005	5	12	2.141	1.975
2006	10	22	3.729	3.521
2007	9	20	2.322	1.484
2008	2	5	1.453	1.393
Totale (1)	37 (1)	76	14.272	11.220
Anno di scadenza del contratto				
2009-2015	6	7	1.672	703
2016-2025	12	14	2.596	1.871
2026-2035	14	34	5.650	4.468
dal 2036 in poi	6	21	4.354	4.177
Totale	38 (2)	76	14.272	11.220

Fonte: nostra indagine presso le Amministrazioni locali che hanno fatto ricorso a prestiti obbligazionari. I dati raccolti dovrebbero coprire larga parte del fenomeno.

(1) Il totale è superiore al numero complessivo di enti che hanno fatto ricorso a swap di ammortamento (27) poiché alcuni di essi hanno concluso più operazioni in vari anni. – (2) Il totale è superiore al numero complessivo di enti che hanno fatto ricorso a swap di ammortamento (27) poiché alcuni di essi hanno contratti che scadono in anni differenti.

Principali indicatori di bilancio delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)

VOCI	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Amministrazioni pubbliche											
Entrate	46,2	46,4	45,4	45,0	44,5	45,1	44,5	44,2	45,8	46,9	46,6
Spese (2) (3)	49,0	48,1	47,4	48,1	47,4	48,6	48,0	48,5	49,2	48,4	49,3
di cui: <i>interessi</i>	7,9	6,6	6,3	6,3	5,5	5,1	4,7	4,6	4,6	5,0	5,1
Avanzo primario	5,1	4,9	4,3	3,2	2,7	1,6	1,2	0,3	1,3	3,5	2,4
Indebitamento netto	2,8	1,7	2,0	3,1	2,9	3,5	3,5	4,3	3,3	1,5	2,7
Fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari	3,3	3,4	3,5	5,0	3,1	4,2	4,2	5,3	4,0	1,9	3,1
Debito	114,9	113,7	109,2	108,8	105,7	104,4	103,8	105,8	106,5	103,5	105,7
Amministrazioni locali											
Entrate	13,1	13,1	13,6	14,2	13,9	14,4	14,5	14,7	14,6	15,3	15,4
Spese (2) (3)	13,4	13,7	13,8	14,5	14,7	14,9	15,4	15,5	15,8	15,1	15,6
di cui: <i>interessi</i>	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Avanzo primario	0,1	-0,3	0,2	0,1	-0,5	-0,1	-0,7	-0,6	-1,0	0,5	0,1
Indebitamento netto	-0,2	-0,6	-0,1	-0,3	-0,8	-0,4	-1,0	-0,8	-1,2	0,1	-0,2
Fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari	0,1	0,5	0,5	0,1	0,3	1,9	0,4	0,9	1,6	0,0	-0,2
Debito	2,4	2,9	3,2	3,2	3,4	5,1	5,3	6,1	7,5	7,2	6,8

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. — (2) In questa voce sono registrati, con il segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico. — (3) Il dato del 2000 non include i proventi delle licenze UMTS portati in riduzione delle spese nella contabilità nazionale.

Principali indicatori di bilancio degli Enti territoriali (1)
(in percentuale del PIL)

VOCI	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Regioni											
Entrate	8,5	8,2	8,9	9,4	9,1	9,5	9,4	9,7	9,5	10,1	10,3
Spese (2) (3)	8,5	8,4	8,7	9,5	9,1	9,5	9,7	9,7	10,0	10,0	10,4
di cui: <i>interessi</i>	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Avanzo primario	0,1	-0,2	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0
Indebitamento netto	0,0	-0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,5	0,1	-0,1
Debito	1,1	1,3	1,4	1,4	1,5	1,9	2,0	2,2	2,9	2,9	2,6
Province											
Entrate	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
Spese (2) (3)	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
di cui: <i>interessi</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Avanzo primario	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Indebitamento netto	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Debito	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
Comuni											
Entrate	3,9	4,0	3,9	4,0	4,0	4,0	4,2	4,1	4,2	4,0	4,2
Spese (2) (3)	4,2	4,3	4,1	4,2	4,3	4,3	4,4	4,3	4,2	4,2	4,3
di cui: <i>interessi</i>	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Avanzo primario	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1
Indebitamento netto	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1
Debito	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	2,5	2,5	2,9	3,0	3,0	3,0

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. — (2) In questa voce sono registrati, con il segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico. — (3) Il dato del 2000 non include i proventi delle licenze UMTS portati in riduzione delle spese nella contabilità nazionale.

Figura 1

Debito delle Amministrazioni pubbliche – Composizione per sottosectori (in percentuale del PIL)

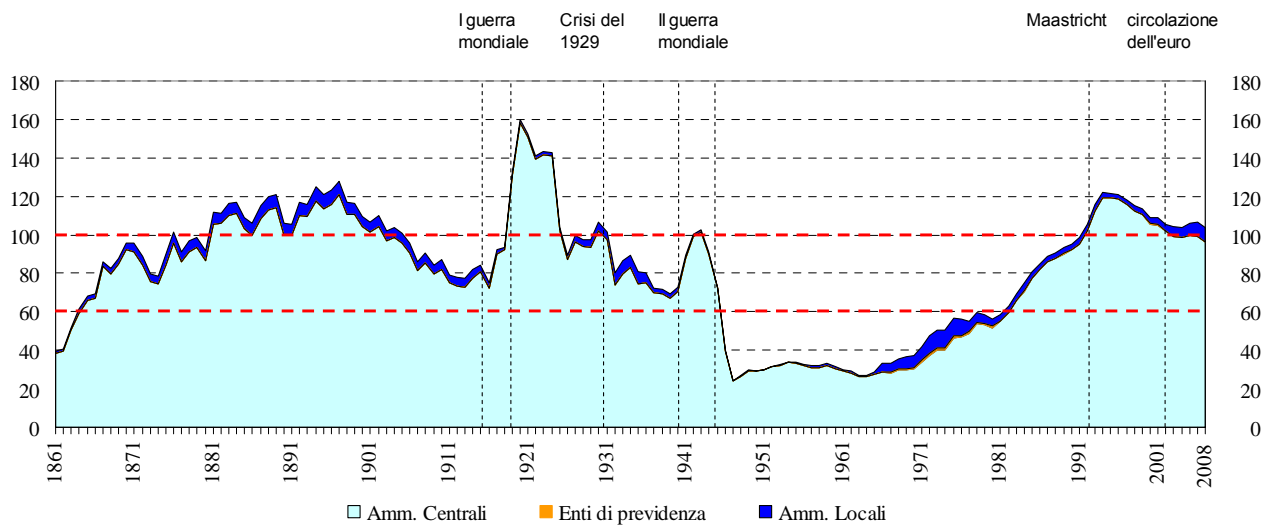


Figura 2

Debito delle Amministrazioni locali per comparto (in percentuale del PIL)

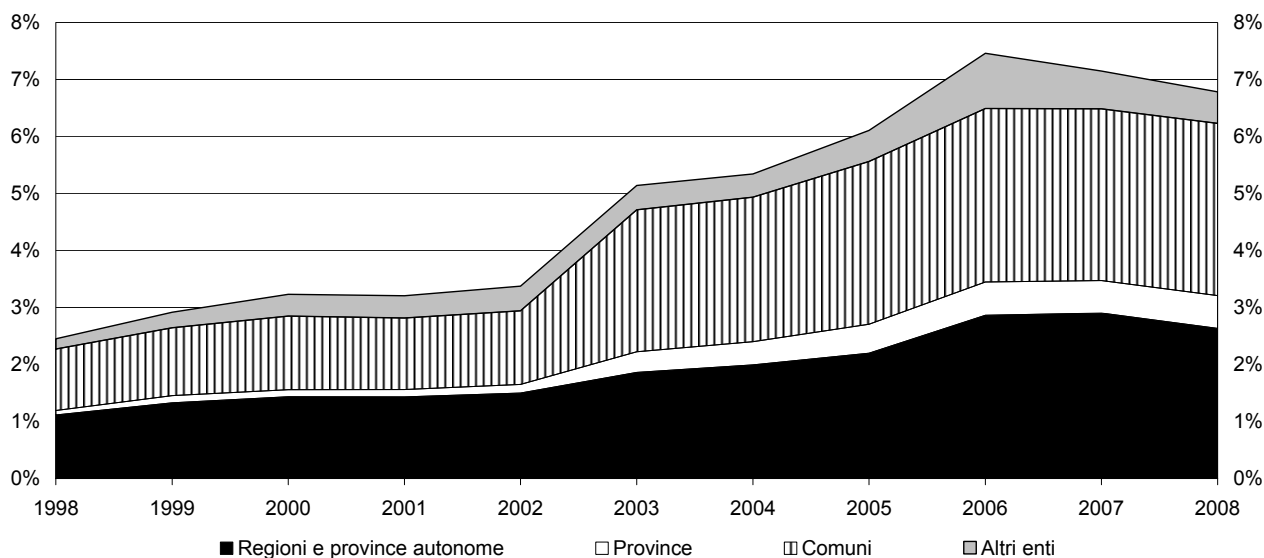


Figura 3

Debito delle Amministrazioni locali per area geografica (in percentuale del PIL della propria area geografica)

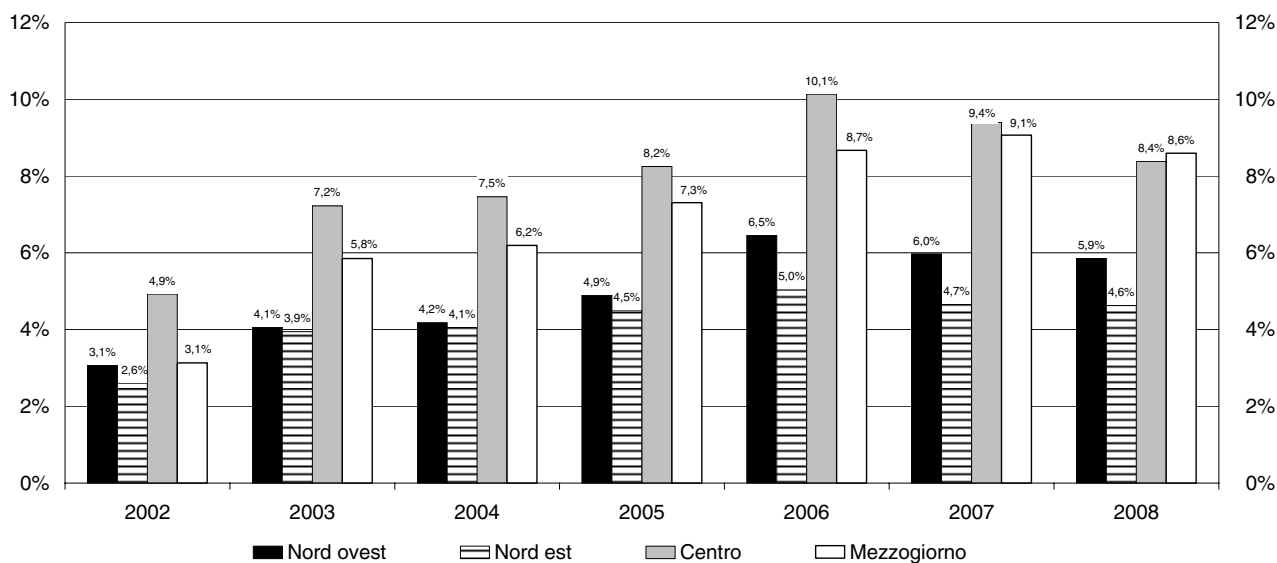


Figura 4

Debito delle Amministrazioni locali – distribuzione regionale

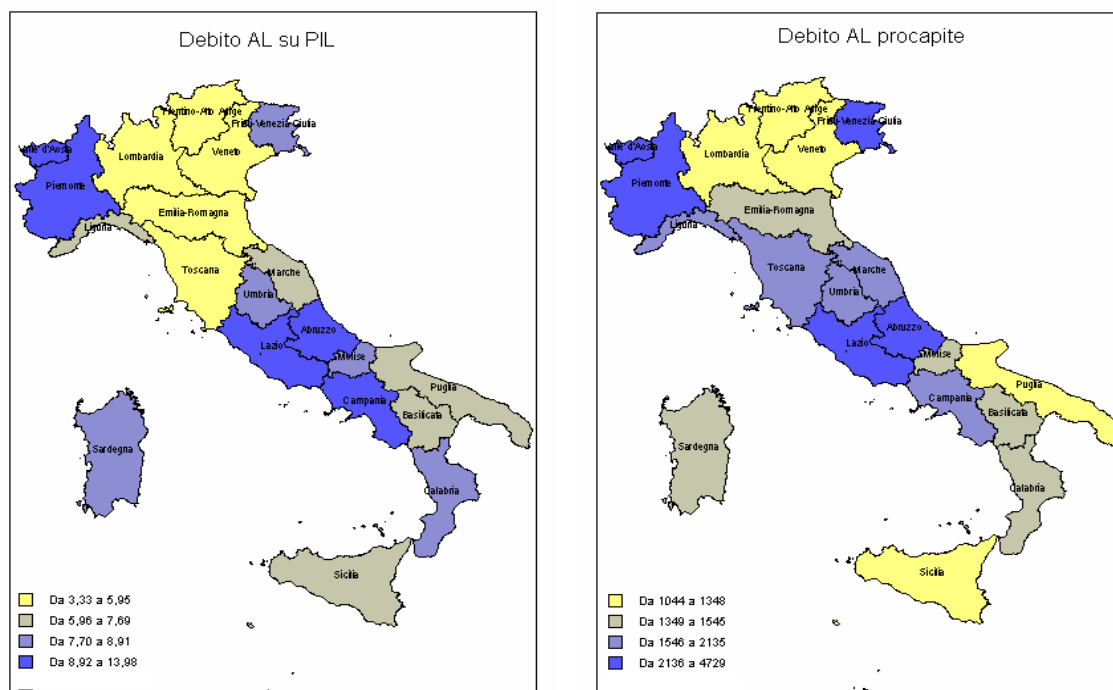


Figura 5

Debito delle Amministrazioni locali per strumento (in percentuale del PIL)

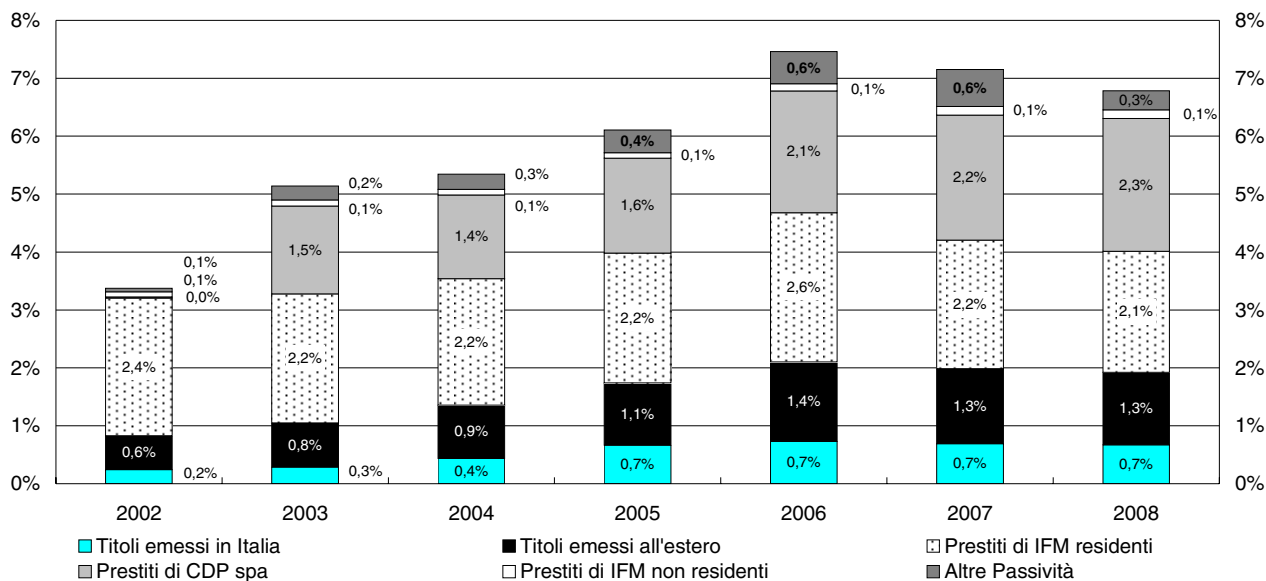


Figura 6

Schema di uno swap di ammortamento con CDS

