

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
GIORGIO LA MALFA.

La seduta comincia alle 11,05.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso impianti audiovisivi a circuito chiuso.

(Così rimane stabilito).

**Audizione di rappresentanti
della Corte dei conti.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, l'audizione di rappresentanti della Corte dei conti.

Do il benvenuto ai rappresentanti della Corte dei conti. Sono presenti il dottor Vari, presidente di sezione della Corte dei conti e la dottoressa Arrigoni, consigliere della stessa. Ringraziamo gli ospiti per aver accettato l'invito della Commissione a partecipare ai nostri lavori.

Con l'indagine conoscitiva in oggetto la Commissione ha iniziato ad occuparsi del tema della diffusione dei prodotti finanziari derivati presso le imprese di media e piccola dimensione. Dopo aver iniziato la nostra indagine, ci siamo resi conto che probabilmente quello era il fenomeno quantitativamente più rilevante, ma che vi erano due altri capitoli che andavano esplorati: la diffusione presso i risparmiatori (che abbiamo ascoltato nella precedente audizione) e la diffusione presso gli

enti locali, che è il grande capitolo del tema degli strumenti finanziari derivati su cui oggi avremo modo di sentire i responsabili della Corte dei conti, che proprio su questo aspetto hanno svolto uno studio.

Do, quindi, la parola al dottor Vari.

MASSIMO VARI, *Presidente di sezione della Corte dei conti*. Grazie, signor presidente. Naturalmente è inutile dire che siamo ben lieti di collaborare a questa indagine conoscitiva che la Commissione finanze sta svolgendo, anche tenendo conto delle competenze affidate dall'ordinamento alla Corte dei conti; infatti, non possiamo dimenticare che, in particolare, la legge n. 131 del 2003, affida alla Corte dei conti la verifica ai fini del coordinamento della finanza pubblica, del rispetto degli equilibri di bilancio di regioni, province, comuni, enti locali e città metropolitane in relazione al patto di stabilità interna e al rispetto dei vincoli comunitari.

Questo argomento sul quale siamo stati chiamati ad esprimere il nostro punto di vista si iscrive in una problematica che è sulla linea di quei precedenti che ella stessa ha richiamato; infatti, c'è stata già una audizione in Senato sul tema dell'indebitamento, con un paragrafo dedicato espressamente anche alla tematica degli strumenti finanziari derivati. Successivamente, a fine novembre 2004, la Corte ha trasmesso alla 5^a Commissione permanente del Senato la relazione conclusiva di un'indagine, in tema di indebitamento degli enti locali. Già allora c'era l'intento da parte della Corte di conti di far luce sui margini di rischio associati all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati.

La nostra indagine ha individuato un campione di enti di minori dimensioni perché ritenuti quelli meno presumibilmente consapevoli dei rischi associati ad

operazioni di particolare complessità. Nell'ambito di questi enti minori, con una popolazione compresa fra gli 8 mila e i 99 mila abitanti, abbiamo scelto quelli che avevano fatto ricorso maggiormente alle attività finanziarie derivate per verificare anche il collegamento con le esigenze di recupero finanziario atte a compensare la flessione dei finanziamenti di cui soffrono gli enti territoriali locali. Per questa occasione, invece, abbiamo ampliato la platea, inserendo le regioni a statuto ordinario e due a statuto speciale e anche alcuni comuni di medie e grandi dimensioni.

Io vorrei, prima di dare la parola alla collega Arrigoni che ha coordinato l'indagine, sottolineare alcune linee di riferimento adottate nello studio che abbiamo svolto; infatti, ci sembra importante, in questa sede, indicare con precisione le linee sulle quali ci siamo mossi per sviluppare l'indagine.

Gli elementi da tenere presenti sono i seguenti: innanzitutto l'influenza che ha avuto l'attuale congiuntura economica e finanziaria nel comportamento degli enti locali; infatti, ad orientare gli enti locali verso gli strumenti finanziari derivati concorre una prima spinta, cioè la crisi di liquidità che viene particolarmente avvertita di fronte a due situazioni: da una parte, l'espansione dei compiti che si è verificata e che diventerà ancora più ampia quando saranno attuate le deleghe contenute nella legge La Loggia o, comunque, nei progetti di riforma all'esame del Parlamento; dall'altra, la riduzione delle disponibilità finanziarie dovute alla congiuntura nella quale ci troviamo. Tutto ciò avviene nell'esigenza di conciliare queste due spinte con gli obiettivi di convergenza e di stabilità fissati a livello europeo; quindi, il percorso nel quale gli enti territoriali si trovano ad operare si stringe sempre più.

Un'altra spinta è data anche dalle recenti aperture in materia — che noi abbiamo richiamato negli sviluppi dagli anni '90 in poi — che hanno il loro punto di approdo nell'articolo 41 della legge n. 488 del 2001 (legge finanziaria 2002) che consente un più facile accesso al mercato di

capitali con due obiettivi precisi da tenere sempre presenti: ridurre il costo del debito, neutralizzare gli effetti negativi delle oscillazioni del mercato. È persino superfluo aggiungere che non ci sono spazi per operazioni speculative pure; infatti, capisco che la logica dell'impresa può essere diversa, ma certamente per gli enti locali può essere solo quella di allargare un po' gli spazi di fronte ad una simile congiuntura.

PRESIDENTE. A noi interessa sapere se gli enti territoriali si sono trovati davanti a strumenti finanziari derivati di tipo speculativo, mentre pensavano che fossero normali. Che tipo di titoli hanno avuto consegnati questi piccoli e piccolissimi comuni?

MASSIMO VARI, Presidente di sezione della Corte dei conti. Abbiamo un'apertura dell'articolo 41, che circoscrive precisamente l'ambito di accesso ai derivati perché consente un tipo di accesso alle varie formule che è sempre in funzione dell'utilizzazione con finalità di copertura dei rischi: quindi, sul versante degli enti locali la finalizzazione rimane sempre questa. Non so se si siano verificati dei casi ma, in via generale, mi sentirei di escludere che enti locali abbiano ricorso a questo per fare operazioni speculative. La restrizione a questi percorsi, sui quali si soffermerà più in dettaglio la collega, è accompagnata dalle altre operazioni finanziarie finalizzate alla ristrutturazione del debito, a condizione però che non implicino una scadenza posticipata ed un profilo crescente nei valori attuali dei flussi di pagamento, cioè l'impossibilità di ribaltare sul futuro gli oneri attuali.

In relazione a queste operazioni è ammessa la possibilità di incassare un premio di liquidità non superiore all'1 per cento del nozionale, sul quale, forse, dovremmo fare qualche riflessione e ragionamento. In questo quadro di riferimenti normativi, sia pure esposto in maniera molto sommaria, abbiamo allegato nel nostro documento una serie di tabelle che offrono una chiave di lettura importante sul comportamento

degli enti locali, comuni (quelli di media e grande dimensione sono stati tenuti distinti da tutti gli altri) e province da una parte e regioni dall'altra. Queste tabelle evidenziano che, rispetto al ricorso ai derivati, è importante anche la composizione del debito retrostante, cioè il tipo di ricorso ai derivati o il ricorso stesso è in funzione anche della composizione di tale debito. Per essere più concreto, gli enti locali, che fino ad una certa epoca si sono indebitati con la Cassa depositi e prestiti con mutui a tasso fisso (mi pare del 7 per cento) hanno mostrato una maggiore propensione agli *swap* che trasformano il tasso fisso in variabile.

Dalle tabelle emerge un dato importante, cioè oltre un terzo dei contratti degli enti locali prevede l'erogazione di un premio di liquidità con importi assai elevati e con allocazioni in bilancio fra le entrate correnti, sintomo dell'esigenza dell'ente locale di crearsi delle disponibilità di cassa. Dall'indagine si è potuto accertare anche una differente situazione *ante* e *post* 2004. Occorre considerare che nel 2004 ha concretamente iniziato ad operare questa disciplina che troviamo nella legge finanziaria 2002, che però era subordinata all'emanazione di un regolamento che è stato emanato alla fine del 2003 e di una circolare che è intervenuta nel maggio del 2004. Se esaminassimo la situazione *ante* 2004, vedremmo che l'obiettivo perseguito, nella maggior parte dei casi riduzione del costo del debito, ha comportato il ricorso alle cosiddette strutture esotiche, cioè con conseguenti limitate garanzie per il rialzo dei tassi di interesse. A tutto ciò spesso fa da contropartita la corresponsione di un premio di liquidità all'ente superiore all'1 per cento del nozionale, la maggior parte dei contratti che corrispondono alla tipologia dell'*interest rate swap* con barriera a favore degli istituti di credito, un valore elevato dello *spread* ed il margine di cautela che è stato assunto con riferimento ad ipotesi di rischio fondate sull'andamento della curva *forward* dei tassi. Da questi elementi si desume che forse gli enti si sono preoccupati poco dei margini di cautela e maggiormente della possibilità di

acquisire margini di disponibilità di cassa o di maggiore operatività per la spesa corrente.

Questo dato riscontrato dopo il 2004 è positivo perché i contratti più recenti sembrano allinearsi, grazie all'intervento regolatore del Ministero dell'economia, alla tipologia degli IRS a doppio barriera. Quindi, la legge ha avuto un effetto di contenimento e di riconduzione del fenomeno in termini più corretti dal punto di vista del rischio assunto. Tutto ciò per quanto riguarda il campione dei comuni di piccole e medie dimensioni, mentre per quelli più grandi e per le regioni abbiamo rilevato una minore operatività nel mercato dei derivati. A nostro avviso, tale aspetto si spiega, in modo particolare per quanto riguarda le regioni, anche in ragione del diverso sistema finanziario e contabile che si applica alle stesse e che, rispetto a quello degli enti locali, consente una maggiore elasticità e manovrabilità del bilancio nel suo contenuto programmatico e autorizzatorio. Inoltre, il ridotto indebitamento a tasso fisso rispetto a quello degli enti locali ha richiesto alle regioni una minore esigenza di ricorso allo *swap* per trasformare il tasso fisso in tasso variabile.

Tuttavia, recentemente anche in campo regionale la situazione tende a mutare anche in ragione dei maggiori oneri che gravano sulle regioni, soprattutto per l'ipoteca della spesa sanitaria.

Infine, vorrei richiamare rapidamente alcuni punti che meritano attenzione. Il primo punto riguarda le clausole contrattuali. Sono stati esaminati oltre 100 contratti e all'interno i responsabili finanziari dei piccoli enti locali dichiarano di essere operatori qualificati, con tutto quello che comporta in termini di implicazioni di carattere giuridico. In questi contratti abbiamo altresì riscontrato una clausola vessatoria che esclude l'applicazione dell'articolo 1467 del codice civile, cioè la sopravvenuta eccessiva onerosità, e che qualifica questi contratti come aleatori (gioco, scommessa, gioco del lotto). A nostro avviso, questi sono due punti ai quali bisogna prestare molta attenzione.

L'altra questione riguarda la convenzione di un premio di liquidità, consentita dalle direttive che nascono dall'articolo 41 della legge finanziaria del 2002. Tuttavia, in una valutazione di natura prettamente giuridica, pensiamo che il premio di liquidità si risolva in un'operazione analoga alla contrazione di un mutuo, laddove la sua concessione comporta un tasso o uno *spread* che attualizza il premio corrisposto in via anticipata dalla banca all'ente: quindi, la banca recupera da qualche altra parte quello che concede come premio di liquidità.

Abbiamo notato che anche la propensione degli enti locali a destinare questo premio di liquidità alle spese correnti probabilmente non tiene conto del vincolo derivante addirittura dall'articolo 119 della Costituzione, secondo il quale l'indebitamento non può essere contratto se non per spese di investimento. Questo, in ogni caso, è un punto di vista, che ovviamente potrà essere oggetto di discussione.

Concludendo, vorrei osservare che il ricorso ai derivati — un segnale in tal senso proviene dallo stesso legislatore — pare accettabile, anche per la dimensione mondiale del fenomeno, come risulta chiaramente dalla lettura dei resoconti delle audizioni precedentemente svolte presso questa Commissione. Certamente, però, esiste un limite di compatibilità: l'uso di un tale strumento diviene accettabile solo allorché corrisponda ad una strategia ragionevolmente rivolta alla copertura del rischio di variazione dei tassi o diretta a ricalibrare lo *stock* complessivo del debito, nell'equilibrio tra tassi fissi e variabili. Presupposto di questa ragionevolezza è la realizzazione di alcune condizioni di fondo. La prima consiste nella conoscenza dei mercati finanziari.

A nostro avviso, al di là della sottoscrizione della clausola in cui il responsabile finanziario dell'ente locale si definisce «operatore qualificato», si pone un problema sostanziale da considerare. Specialmente i piccoli comuni, infatti, non sono in grado di disporre né di una professionalità qualificata ai fini dell'assunzione di responsabilità rispetto a simili

operazioni, né — a nostro avviso — dei dati necessari per operare a riguardo. Diversamente, le banche, per operare in questo campo, si avvalgono di uffici studi che valutano i fenomeni di cui si discute dal punto di vista economico, finanziario, attuariale, implicazioni incluse.

La controparte non è invece in grado di attrezzarsi per poter allestire un simile apparato, di conoscenza e valutativo. Nel rappresentare questo problema alla Commissione, domandiamo se non sia il caso di porre allo studio la creazione di una rete, una struttura di tipo informativo e anche di approfondimento a riguardo, che possa suggerire ed orientare i piccoli comuni, mettendoli nella condizione di regolarsi nel modo più conveniente per il loro interesse.

PRESIDENTE. Nel ringraziare il presidente Vari per il suo prezioso contributo, cedo la parola alla dottoressa Rita Arrigoni per completare la relazione introduttiva.

RITA ARRIGONI, *Consigliere della Corte dei Conti*. Mi associo al presidente Vari nell'esprimere il nostro ringraziamento per l'interesse che questa Commissione ha voluto riservare ad una indagine che avevamo cominciato a svolgere anche per il Senato, e che ha dato luogo ad una relazione trasmessa nel novembre scorso. L'occasione di questo incontro con la VI Commissione ha suggerito di estenderne l'oggetto, per portare un contributo ulteriore ai vostri lavori, considerando anche l'interesse specifico nei confronti dei derivati. La precedente l'indagine era stata svolta in riferimento ad un tema più ampio, l'indebitamento in genere e la sostenibilità del debito: le operazioni sui derivati venivano ad inquadrarsi in questo contesto.

Considerato l'interesse di questa Commissione per l'utilizzo degli strumenti finanziari derivati, l'idea è stata di acquisire altri contratti di *swap*, aggiungendo ai cento precedentemente acquisiti per gli enti di piccole e medie dimensioni tutti quelli stipulati dalle regioni a statuto or-

dinario, i contratti stipulati da due regioni a statuto speciale, il Friuli-Venezia Giulia e la Sicilia, e quelli conclusi dai comuni medio grandi (Roma, Genova, Latina, Catania). Abbiamo quindi esteso ed approfondito ulteriormente l'esame del contenuto contrattuale, inclusa la valutazione delle allegate delibere autorizzative.

Non intendendo ripetere ciò che puntualmente è stato già osservato dal presidente, scenderò nel particolare. Abbiamo proceduto a valutare le diverse tipologie contrattuali, confrontandole fra loro. L'interesse non era solo di approfondirne il contenuto, ma anche di rapportare i contratti stipulati dalle regioni con quelli stipulati dagli enti locali piccoli e dai comuni più grandi. Fanno parte dei contratti acquisiti tutti quelli stipulati sino all'anno 2003, estendendo l'indagine — per un'informativa più esauriente — alla operatività contrattuale dell'anno 2004, onde esaminare la differenza esistente i due periodi, in ragione di quanto disposto dal regolamento n. 389 del 2003 del Ministero dell'economia e delle finanze, e delle successive circolari amministrative.

I contratti degli enti in medio piccoli hanno evidenziato alcuni problemi che vi esporrò, premettendovi che — da una lettura estremamente accurata dei resoconti delle precedenti audizioni di Consob e Banca d'Italia —, risulta un ripetuto riferimento a contratti prevalentemente utilizzati per la copertura del rischio di tasso (mi riferisco alla trasformazione del tasso variabile in tasso fisso): contratti simili rappresentano una specie di assicurazione a cui la Corte guarda benevolmente, una sorta di garanzia, come potrebbe esserlo un'assicurazione casa. Ovviamente, il ricorso a questi strumenti è il risultato di una scelta discrezionale: presentano tali caratteristiche solo sei contratti su cento conclusi. Tutti gli altri sono orientati ad interventi per la riduzione del costo del debito, che è un concetto diverso, perché per ridurre il costo del debito è necessario effettuare una scommessa sul futuro. Ecco la ragione delle opzioni *cap* vendute e non acquistate: la possibilità di migliorare le condizioni immediatamente. Ovviamente,

al superamento del *cap*, ossia della barriera, il tasso di riferimento euribor avrebbe potuto muoversi senza limiti, soprattutto con *spread* molto elevati.

Gli enti locali medio-piccoli hanno generalmente fatto gran ricorso alla Cassa depositi e prestiti, con mutui sottostanti di tasso anche piuttosto elevato, intorno al 6-7 per cento. Quanto alla tipologia contrattuale, è necessario distinguere tra istituti di credito. Gran parte di essi distinguono i periodi di riferimento. I contratti, generalmente, hanno durata superiore ai dieci, quindici anni, in alcuni casi addirittura arrivano a coprire un arco temporale pari a venti, trenta anni. Solitamente, la suddivisione è effettuata secondo tre periodi di riferimento, con diversi *spread*, e soprattutto barriere. Invece, un istituto di credito in particolare utilizza una scalettatura molto stretta, con relativa variazione annuale dei parametri, determinando difficoltà di previsione futura anche per un grande esperto.

PRESIDENTE. Può spiegare meglio?

RITA ARRIGONI, *Consigliere della Corte dei Conti*. Quasi tutti gli istituti di credito, ad esempio, stipulavano un certo tipo contratto prima del 2003, quando era consentito — in mancanza dell'attuale divieto — vendere l'opzione *cap*: questo significa che — alla barriera — il tasso avrebbe subito variazioni al variare del tasso di riferimento Euribor senza limiti, e senza garanzia. Per comprendere la strutturazione del contratto, a titolo esemplificativo, si immagini che il periodo di riferimento fosse compreso tra il 2001 ed il 2006, che in questi anni l'ente ricevesse un tasso fisso, corrisposto conformemente al sottostante contratto, e che pagasse un tasso di poco inferiore ottenendo pertanto un guadagno. Nell'ipotesi che il tasso di riferimento Euribor, entro 5 o sei anni, a seconda dei casi, salga oltre il tetto stabilito — il 4 per cento, il 4,5 per cento o il 5 per cento, a seconda delle banche (quelle un po' meno « aggraziate » stabiliscono il 4,5) —, il che può accadere, l'ente pagherà un tasso Euribor maggiorato del

2,7 per cento. In alcuni casi si è arrivati addirittura al 3 per cento di *spread* ed oltre.

PRESIDENTE. Se ho capito bene, poiché inizialmente i tassi variabili erano molto bassi, poteva sembrare appetibile la trasformazione di un tasso fisso in un tasso variabile...

RITA ARRIGONI, *Consigliere della Corte dei Conti*. No, in verità alcuni contratti prevedevano il passaggio ad un tasso fisso più basso, con immediato guadagno.

PRESIDENTE. Cioè, la banca si assumeva il debito e pagava, ad esempio, il 5 per cento alla Cassa depositi e prestiti, applicando un tasso più basso all'ente, e versando la differenza subito?

RITA ARRIGONI, *Consigliere della Corte dei Conti*. Certo.

Molti piccoli enti si sono trovati in questi ultimi anni privi di liquidità. La cosa interessa soprattutto i piccoli comuni che dovendo fornire servizi ai cittadini e, trovandosi in una disperata crisi di liquidità, sono costretti a ricorrere all'*up-front* affrontando questi contratti soprattutto per ridurre il costo del debito.

Numerosi sono i casi di corresponsione del premio di liquidità che prima del 1993 sono arrivati al 9 per cento del nozionale...

PRESIDENTE. Quindi c'è qualche comune che aveva un debito di 100 e si è visto riconoscere 9 lire su 100 versate.

RITA ARRIGONI, *Consigliere della Corte dei conti*. Esatto, quindi un *up-front* molto alto.

Dal 2004 in poi non ci sono più, non dico che stanno tutti all'1 per cento del nozionale, però sostanzialmente si sono allineati.

Un'altra cosa importante è rappresentata dalle delibere autorizzative che fanno comprendere chiaramente come viene affrontato questo contratto, quali sono le cautele e le garanzie. Gran parte di queste delibere autorizzative fanno riferimento

alla curva *forward*; quindi, molti comuni pensano di essere garantiti dal fatto che la barriera è superiore alla curva *forward*. Come tutti sappiamo, invece, la curva *forward* non è una previsione sul futuro, ma è l'attualizzazione ad oggi del tasso a breve, rispetto a 10 anni, a 15 anni e così via; quindi, non è una previsione, perché sicuramente domani si avrà un alto valore, ma è semplicemente l'attualizzazione di un contratto ad oggi.

PRESIDENTE. In che modo funzionava il *cap*? Per verificare se ho compreso bene il ragionamento faccio un esempio: un comune si rivolge ad una banca facendo presente che ha un debito al tasso del 5 per cento con la Cassa depositi e prestiti; chiede alla banca un prestito che viene concesso al 4 per cento e si impegna a pagare il variabile e ricevere il fisso. Esiste, però, una norma nella quale si afferma che, qualora il variabile vada oltre il tasso a dieci anni, il cliente lo deve pagare come deve pagare anche il rischio.

RITA ARRIGONI, *Consigliere della Corte dei conti*. In genere gran parte dei contratti precedenti il 2004 seguono il seguente meccanismo: l'ente locale parte da un tasso fisso originario, quello con la Cassa depositi e prestiti (del 5,5 per cento), quindi su questo contratto si fa uno *swap*; chiede alla banca il 5,5 per cento che deve dare alla Cassa depositi e prestiti per coprirsi su quel fronte pagando alla banca in contro prestazione il 4,5 per cento, guadagnando l'1 per cento di differenza perché il costo del debito non è più al 5,5 per cento, ma al 4,5 per cento; quindi, subentra la scommessa del *cap*, una scommessa sul futuro, cioè sulla variazione del tasso a pronti Euribor che può avere delle oscillazioni, per cui si fissa una barriera superiore.

A questo punto le possibilità sono due: il tasso dell'Euribor è stabile, quindi si continua a pagare il 4,5 per cento all'intermediario finanziario; il tasso va oltre una soglia (ad esempio il 4,5 per cento previsto per il 2009), cioè l'Euribor taglia questa barriera e supera il 4,5 per cento.

In questo caso allora l'ente sarà costretto a pagare l'Euribor (che potrà diventare 5 per cento, 7 per cento, 9 per cento e così via) più lo *spread* pattuito.

PRESIDENTE. Quindi per tradurlo in un linguaggio più semplice: la banca che è un grande istituto di credito si può finanziare sull'Euribor perché acquista dei titoli; concede prestiti agli enti ad un tasso più basso di quello della Cassa depositi e prestiti. In un determinato momento acquista al 2,5 per cento e concede il prestito al 4 per cento facendo risparmiare anche il cliente. Se per caso, però...

ALBERTO LUVI. La banca si fa pagare due volte.

PRESIDENTE. No, solo una volta; infatti, finché l'Euribor sta sotto un certo livello guadagnano sia la banca che il cliente, mentre quando l'Euribor è più alto dell'interesse pagato dal cliente, l'istituto di credito si tutela inserendolo; quindi, la morale è questa: quando c'è da guadagnare si guadagna in due, quando c'è da perdere perde solo l'acquirente.

RITA ARRIGONI, *Consigliere della Corte dei conti*. È chiaro che essendoci un *cap* venduto il contratto tende ad essere più vantaggioso per l'ente locale, invece se il *cap* viene acquistato e l'ente locale si fornisce di una garanzia, oltre la quale non paga, il contratto diventa più sicuro ma, certamente, meno vantaggioso; infatti, ciò che rende vantaggioso il contratto per l'ente è la scommessa sul futuro, salvo il fatto che, poi, affronta un rischio. È chiaro che la banca si muove in orizzonti finanziari molto diversi dal singolo ente o dalla singola impresa che ricorre a questi strumenti; infatti, l'istituto finanziario investe sui mercati mondiali e vende questi contratti che, a volte, possono apparire anche non vantaggiosi, ma che in quel momento possano essere interessanti perché maggiormente speculativi.

Le banche erano molto interessate all'acquisto del *cap* e non hanno molto

gradito la doppia barriera istituita dal Ministero dell'economia e delle finanze.

Signor presidente, lei aveva fatto riferimento ad un istituto di credito che usa molto la scalettatura, di solito quello che noi abbiamo detto va a periodi. Ogni periodo ha un suo *cap* ed una diversa altezza (ad esempio si inizia al 4,5 per cento, poi nei cinque anni successivi il *cap* arriverà al 6 per cento e nel trentennio di *swap* al 6,5 per cento circa) perché più la scadenza è lontana più si può pensare che la variazione storica dell'andamento Euribor porti, fra trenta anni, al 6-7 per cento.

La scalettatura considera periodi, che in genere sono di 5 anni, più brevi che arrivano anche ad un anno, questo scalettato per trenta anni. Su questo tipo di contratto è difficile orientarsi perché ogni anno cambiano i valori; quindi, un ente che stipula quel contratto è impossibilitato a valutare il calcolo probabilistico del rischio che affronta perché il contratto si trasforma in una struttura complessa che, anche secondo il regolamento della CONSOB, è difficilmente valutabile e prevedibile esponendo a maggiori rischi. C'è un istituto di credito — non faccio nomi — che utilizza molto questi contratti scalettati.

PRESIDENTE. Scusi, perché non può fare i nomi? I dati che acquisite sono coperti da qualche segreto?

RITA ARRIGONI, *Consigliere della Corte dei conti*. In parte, presidente, perché, pur non essendoci segreti, sussiste un aspetto fondamentale. In questi contratti gli istituti di credito chiedono riservatezza all'ente e quest'ultimo fornisce i dati alla Corte perché sussiste un'istruttoria. Tuttavia, la Corte potrebbe fornire delle notizie su qualunque richiesta specifica della Commissione, ma allora sarebbe bene fornirle per tutti gli istituti di credito.

Quindi, se la Commissione volesse un riferimento preciso sul metodo operativo delle banche, saremmo disponibili ad inviare un documento su quelle presenti nei contratti, evidenziando accanto ad ognuna di loro il metodo operativo dei contratti: questo si può fare benissimo perché coinvolge e mette tutti sullo stesso piano.

PRESIDENTE. Ovviamente non insisto, ma le sarei grato se potesse inviarci tutto ciò.

RITA ARRIGONI, *Consigliere della Corte dei conti*. Nei contratti successivi anche gli enti di piccole dimensioni si sono regolati con una certa cautela, che però ha avuto un risvolto non troppo positivo. Voler riportare i contratti in linea con le disposizioni regolamentari del Ministero dell'economia — anche su sollecitazione delle banche a ricontrattarli e rimodularli, visto che loro stesse sono interessate a rimanere nei vincoli e nei limiti di legge perché hanno *rating* ed una credibilità sul mercato — e considerando che la grandissima percentuale dei contratti aveva valori negativi (il cosiddetto *mark to market* negativo), ha comportato il pagamento del corrispondente valore di perdita per la chiusura del contratto in quel momento.

Di conseguenza, si è associata — credo che ciò sia anche motivo di riflessione — la corresponsione di *up-front* girati agli intermediari finanziari per pagare il valore negativo del contratto.

PRESIDENTE. Accendendo un nuovo contratto !

RITA ARRIGONI, *Consigliere della Corte dei conti*. Accendendo un nuovo contratto con condizioni che, in genere, considerato anche il nuovo *up-front* che doveva essere incassato per girarlo alla banca, nascevano già squilibrate. Quindi, la nuova tendenza a rinegoziare e smontare in continuazione i contratti di *swap* può essere pericolosa, anche perché nascono con un margine di scommessa che occorre aspettare che si realizzi. Se la « scommessa » non ha buon esito, si ricontratta nuovamente con valori negativi, andando ad un successivo peggioramento delle condizioni: quindi, in questo sistema è insita anche una certa pericolosità.

Tale aspetto è stato notato nel 2004, quando più della metà dei contratti acquisiti dagli enti sono stati ricontrattati per riportarli alla doppia soglia, la quale non è sempre vantaggiosa perché rispetto

alla stessa le banche si sono premunite. Prima dicevo che avere una barriera con vendita di *cap* alle banche è favorevole perché in questo caso non c'è garanzia. Quindi, occorre pretendere una garanzia (se l'Euribor salisse oltre il 5 per cento, lo pagherei anche con uno *spread* del 2 per cento ma al massimo pago l'8 per cento).

PRESIDENTE. Questo è il doppio *cap* ?

RITA ARRIGONI, *Consigliere della Corte dei conti*. Questa è garanzia. Contemporaneamente, facendo il *collar*, vendo il *floor*, che è sempre a vantaggio della banca. Il *collar* è sempre fatto in questo modo: esiste una soglia superiore, che dovrebbe essere a vantaggio dell'ente (è la garanzia perché al di sopra non si paga) ed una soglia inferiore, che è a vantaggio della banca (al di sotto di una cifra non si paga). Ad esempio, se l'Euribor scendesse al 2 per cento, continuerei a pagare il 4; se pago mezzo Euribor più il 2 per cento e se l'Euribor salisse oltre il 6 per cento, pagherei l'Euribor più il 2 per cento ma, comunque, non più dell'8. Infine, se l'Euribor scendesse al 2 per cento come ora, non pagherei l'Euribor al 2 per cento ma al 4 per cento, cioè un fisso.

PRESIDENTE. Quindi, la banca si finanzia su l'Euribor e guadagna la differenza.

RITA ARRIGONI, *Consigliere della Corte dei conti*. Esatto. La conseguenza è che aver sistemato i contratti in questo modo ha comportato che, in genere, il *floor*, cioè la barriera inferiore, è posta ad un parametro molto alto, tipo il 4 o il 5 per cento: quindi, oggi stanno tutti sotto perché l'Euribor a pronti è intorno al 2 per cento. Queste sono le caratteristiche delle variazioni dei contratti per gli enti locali, regioni e comuni.

La differenza fondamentale è che i comuni grandi si sono attrezzati maggiormente e tale differenza si nota man mano che si sale. Ad esempio, se dal comune di Latina — che ha poco più di 100 mila abitanti — si passasse progressivamente

fino ad arrivare al comune di Roma, troveremmo delle differenti professionalità, addirittura la creazione di dipartimenti con tecnici altamente qualificati ed interessati specificatamente ai contratti sui derivati. L'altra differenza con i piccoli comuni è che non esiste più la frenesia di abbassare il costo del debito ma delle filosofie più ampie; in qualche caso esiste lo spostamento dell'onere sugli esercizi futuri ma nei grandi comuni, a Roma è stato notato, a volte ciò che guida è una filosofia più ampia.

PRESIDENTE. La stabilità nel tempo.

RITA ARRIGONI, *Consigliere della Corte dei conti*. Inoltre, si cerca di avvantaggiarsi di questi strumenti ma in modo molto cautelato, ragionevole, con una strategia di ristrutturazione completa del debito (troppo fisso, troppo variabile, secondo il momento) e, quindi, con un approccio completamente diverso. Il comune di Roma ha una certa struttura ma altri enti, come le regioni che non hanno un'organizzazione di questo genere, si sono premuniti con gli studi legali. In genere i contratti delle regioni sono in lingua inglese e con una disciplina ed un'interpretazione del contratto secondo il diritto inglese. In questo caso le regioni più attrezzate che non hanno un dipartimento o una struttura particolare si rivolgono agli studi. Tali studi sono molto importanti e specializzati in queste materie: di solito ne hanno uno di lingua inglese a Londra ed uno di lingua italiana in Italia. Anche questo è un modo per attrezzarsi, costoso ma meglio questo che niente.

Le regioni hanno fatto meno ricorso ai contratti sui derivati. Nel 2000 pochissimo e fino al 2003 cinque regioni a statuto ordinario non avevano mai fatto ricorso ai derivati (Piemonte, Veneto, Emilia-Romagna, Marche, Basilicata) e mai stipulato contratti di *swap*. Il Piemonte e il Veneto sono contrari agli *swap* e i responsabili dei loro uffici finanziari non vogliono neanche sentirne parlare. L'Emilia-Romagna si è affacciata sul mercato per la prima volta

nel 2004 con un contratto di *swap*. Pur essendo contraria a tutto ciò, l'ha fatto per far fronte ai disavanzi nella sanità con conseguente ricorso al debito, ma anche per le sanzioni (se non si rispettasse la copertura del disavanzo, si perderebbe l'integrazione del finanziamento per la sanità): quindi, diventa molto urgente trovare il modo di coprire questi disavanzi. Il primo contratto è stato molto prudente perché è stato stipulato a tasso variabile con la Cassa depositi e prestiti, cautelandosi con uno *swap* a tasso fisso.

Di fronte alla possibilità di una variabilità dei tassi ha preferito una situazione di garanzia. Nel 2004, però, improvvisamente si riscontra un certo fermento nella stipula di contratti derivati, con un'operatività molto effervescente, come dimostra il fatto che l'aumento del capitale *swappato* del 2004 sul 2003 è di oltre il 50 per cento (circa il 57 per cento, per l'esattezza).

GIORGIO BENVENUTO. Non credo si possa dire che questo fenomeno si sia verificato «improvvisamente», essendo piuttosto avvenuto in stretta concomitanza con il periodo elettorale: si è trattato di una scelta politica, soprattutto per le regioni che presentavano al momento maggiori difficoltà.

RITA ARRIGONI, *Consigliere della Corte dei Conti*. Certo, è probabile, si tratta comunque di una valutazione che compete più a questa Commissione che a me. Innanzitutto, esaminando la tipologia contrattuale del 2004, si riscontrano emissioni obbligazionarie nei programmi Mtm, cioè, a lungo termine, sostanzialmente destinate — nel quadro della programmazione regionale — ad investimenti, sviluppo e interventi effettuati dalla regione — in un certo momento politico — in risposta alle esigenze della cittadinanza. Per quanto riguarda i contratti osservati e valutati, quasi tutti redatti in lingua inglese, si registra una maggiore cautela nella loro adozione, nel deliberarne la stipula e nella valutazione delle condizioni contrattuali. I casi di ricontrattazione registrati non

sono, in ogni caso, numerosissimi. Dati di rilievo per la dimensione dei contratti si riscontrano per le regioni Lazio e Lombardia, come risulta dalle tabelle allegate alla documentazione consegnata. L'importo notevole degli *swap* è stato considerevolmente « assorbito » da queste regioni — che hanno effettuato cospicue emissioni in dollari — per operazioni di copertura del tasso di cambio, interventi di ammortamento (sono state tutte emissioni *bullet*, con restituzione alla scadenza ed obbligo o di creare un fondo di ammortamento oppure di ricorrere allo *swap*; quasi tutte le regioni, comunque preferiscono la seconda soluzione alla prima) e copertura del rischio di variazione del tasso di interesse: solitamente, infatti, le emissioni sono a tasso variabile, e le regioni richiamate hanno ritenuto opportuno garantirsi anche a riguardo. Dunque, si sono registrati *swap* su tassi di cambio, su tassi di interesse, e *amortising swap*, cioè *swap* per trasformare in lineare l'ammortamento delle emissioni *bullet* e assicurare una garanzia ai tassi variabili.

Ad eccezione di Lombardia, Liguria e Friuli, ad aver fatto ricorso ai contratti *swap* con maggior propensione, sono state comunque soprattutto le regioni centro-meridionali. Tutte le regioni interessate, in ogni caso, hanno trasmesso copia dei contratti di *swap* alla Corte, nessuna di esse ha mancato di collaborare, attesa la rapidità con cui si è proceduto all'acquisizione di informazioni.

GIORGIO BENVENUTO. Ringrazio i rappresentanti della Corte dei conti per ciò che è stato detto e il materiale trasmesso alla Commissione, che studierò con gran attenzione, anche tenuto conto dei lavori del Senato. Si tratta di un fenomeno completamente diverso rispetto a quello che ha interessato il sistema imprenditoriale, e che vede una forte concorrenza fra gli istituti di credito nella corsa al finanziamento — con manovre che rischiano di divenire speculative — delle aziende maggiormente in difficoltà. Ciò premesso, vorrei chiedere ai nostri ospiti un chiarimento a proposito degli enti locali, nella consa-

pevolezza della diversità di situazione, e apprezzando molto quanto è stato detto in questa sede.

Avendo potuto esaminare tutti i dati relativi a Crediop-Dexia, istituto molto attivo nella concessione di finanziamenti, vorrei sapere riguardo al fenomeno di cui si discute — anche alla luce di esperienze condotte in altri paesi (Inghilterra e Francia), ove si è addirittura assistito a casi di fallimento di enti locali (comuni, per l'esattezza) — se esiste una concorrenza tra le banche e se sussiste il rischio, per i comuni maggiormente indebitati, di operazioni « disinvolve » da parte degli istituti creditizi. Sebbene in proposito, i rappresentanti di Crediop-Dexia ci abbiano garantito di agire secondo i criteri del buon padre di famiglia, trovo scarsamente rassicurante che vi siano regioni fortemente indebitate, responsabili di aver effettuato operazioni repentine e di portata notevole. È noto, infatti, che il ricorso all'indebitamento sia fortissimo in alcune regioni del nostro paese, anche con proiezioni molto spinte nel tempo.

Alla luce di ciò, apprezzerai sapere se — in ragione di un vuoto normativo, o di una carenza nel controllo — sia possibile per le banche più disinvolve finanziare — con questo meccanismo — i comuni più indebitati, analogamente a quanto avviene nel settore del risparmio, ove le maggiori fonti di profitto per gli istituti creditizi sono rappresentate dai cosiddetti « titoli spazzatura ». Esiste questo rischio? Ne avete potuto appurare la sussistenza?

PRESIDENTE. Prima di cedere la parola alla dottoressa Arrigoni per la replica, vorrei porre anch'io una domanda. Dobbiamo temere la possibilità che alcuni comuni finiscano in bancarotta per effetto del ricorso a questi strumenti? Dobbiamo temere che l'accumulazione di simili contratti possa, ad un certo punto, avere esiti negativi realmente preoccupanti, oppure ritenete che la dimensione del fenomeno non sia tale da divenire drammatica?

RITA ARRIGONI, *Consigliere della Corte dei Conti*. Nei confronti di comuni

che presentano difficoltà e cominciano a « smontare » continuamente questi contratti si può creare un circolo vizioso capace di condurre ad un reale peggioramento finanziario. Le banche, in ogni caso, si cautelano molto di fronte ad enti che presentano difficoltà. In genere, ci risulta che nel contrattare le banche si informino dell'avanzo o del disavanzo dell'amministrazione (entrate, entrate tributarie, entrate proprie, spese, andamento delle spese, indicatori di sostenibilità dell'ente): più l'ente dimostra di avere un bilancio sostenibile e maggiore la possibilità di ottenere condizioni favorevoli.

Nei confronti di enti che non sono in condizioni molto favorevoli, i contratti contengono — oltre alle clausole di cui parlava il presidente (operatore qualificato o esclusione dell'eccessiva onerosità) — una clausola ulteriore, rivendicando la possibilità di immediata risoluzione del contratto, al valore contrattuale anche negativo del momento, nel caso in cui le condizioni dell'ente si presentino pericolose per l'inadempimento (inadempimento di alcuni contratti, pignoramenti e sequestri, mancata corresponsione di controprestazioni a fornitori).

C'è una lunga casistica di piccoli inadempimenti contrattuali, non nei confronti dell'intermediario finanziario, ma dei contraenti dell'ente, che crea la possibilità di una immediata risoluzione del contratto con liquidazione di valore *mark to market* negativo. Esiste, quindi, un caso in cui esiste questo pericolo; infatti, quando c'è un ente che si presenta male, la banca si cautela imponendogli condizioni capestro per cui, basta che si verifichi la risoluzione di un contratto o quant'altro e, immediatamente, l'intermediario finanziario liquida il contratto con un valore negativo

peggiorando quindi la situazione dell'ente che, di passo in passo, può diventare difficilissima.

Nel fare le distinzioni tra gli istituti di credito posso affermare che Dexia opera con molta cautela e professionalità; comunque esiste la concorrenza tanto che si sono create delle nicchie di mercato. Ad esempio nel Mezzogiorno c'è un istituto di credito che serve quasi tutti gli enti locali meridionali adottando quei contratti di cui parlavo prima.

È chiaro che oggi, con un regolamento come quello del Ministero dell'economia e delle finanze, ci sono dei limiti, quindi anche le banche ci tengono a comportarsi in maniera corretta; però, ho visto che l'istituto finanziario meridionale, di cui ho parlato poc'anzi, anche nel 2004 utilizza contratti in cui è presente la scalettatura, cioè ha mantenuto quel tipo di contratti complessi che la Consob, che in questo campo rappresenta l'organo che può dare un giudizio di *expertise*, considera più rischiosi.

PRESIDENTE. Ringrazio i nostri ospiti per l'interessante contributo che ci hanno proposto e sottolineo che naturalmente saremo lieti di acquisire tutto il materiale e la documentazione che vorranno lasciare a nostra disposizione.

Dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 15.05.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. FABRIZIO FABRIZI

*Licenziato per la stampa
il 18 marzo 2005.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

