

## ENTI LOCALI E STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI: EVOLUZIONE NORMATIVA

PIERLUIGI FADEL - ANDREA MARANGONI  
*Studio Legale Associato Fadel & Polati, Verona*

**Sommario:** 1. Premessa; 2 L'accesso ai mercati ed alle operazioni in strumenti derivati; 3. Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi; 4. La disciplina delle delegazioni di pagamento nel sistema degli enti locali.

### 1. Premessa

Il progressivo riconoscimento in capo agli enti locali di una perfetta autonomia finanziaria, iniziato nel 1994 con l'eliminazione del regime di monopolio della Cassa Depositi e Prestiti nell'erogazione del credito<sup>(1)</sup> e continuato con la nota riforma costituzionale del 2001<sup>(2)</sup>, ha comportato la necessità per questi enti di reperire nuove risorse esterne per il finanziamento delle proprie spese di investimento.

Come già sottolineato dalla Corte dei Conti nel 2005, questa “difficile situazione” ha indotto gli enti territoriali “a ritagliarsi percorsi di sostenibilità finanziaria, rivolgendosi a nuovi canali di finanziamento per controbilanciare recenti tagli dei finanziamenti e far fronte ad una dilatazione della spesa rigida”<sup>(3)</sup>.

In un simile scenario, caratterizzato dal sempre maggior utilizzo di strumenti di raccolta del denaro quali mutui passivi e prestiti obbligazionari, si è assistito ad un progressivo sviluppo, in una logica di gestione attiva del

---

(1) Legge 23 dicembre 1994, n. 724, così come attuata con il D.M. 5 luglio 1996, n. 420.

(2) Legge costituzionale 18 ottobre 2001, n. 3.

(3) Cfr. Audizione dei rappresentanti della Corte dei conti del 3 marzo 2005 in merito alla “Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati” condotta dalla VI Commissione finanze della Camera dei deputati, p. 25.

debito, nell'utilizzazione di strumenti di finanza c.d. innovativa, quali appunto i contratti derivati<sup>(4)</sup>.

Da un punto di vista strettamente normativo, il ricorso all'indebitamento da parte degli enti locali trova regolamentazione nell'art. 202 del *Testo Unico sugli Enti Locali*, D. Lgs. n. 267 del 2000 (c.d. T.U.E.L.), il quale, prevedendo che “*il ricorso all'indebitamento da parte degli enti locali è ammesso esclusivamente nelle forme previste dalle leggi vigenti in materia e per la realizzazione degli investimenti*”, fissa il principio generale in base al quale l'indebitamento di tali enti può essere destinato a finanziare solo spese in conto capitale e non spese correnti. Invero, la stessa norma consente il ricorso a mutui passivi anche per il finanziamento di debiti fuori bilancio e per altre destinazioni di legge, così legittimando interpretazioni distorsive di tale principio generale.

Sulla questione è intervenuto in modo decisivo il legislatore costituzionale, laddove al nuovo art. 119 della Costituzione, riconoscendo l'autonomia finanziaria degli enti pubblici territoriali, ha stabilito come gli stessi “*possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento*”<sup>(5)</sup>.

Un simile vincolo di destinazione (per cui un investimento dev'essere finanziato con risorse proprie o, come estrema *ratio*, attraverso l'assunzione di nuovi prestiti), impone come corollario, secondo un'elementare logica di

---

(4) Sul punto in dottrina, a mero titolo indicativo, cfr. S. AMOROSINO, *Spunti in tema di strumenti finanziari ed enti locali (Relazione al Convegno organizzato dal dipartimento di diritto pubblico e studi sociali dell'Università di Cagliari sul tema: "Strumenti finanziari e risorse per le autonomie", Cagliari, 16-17 marzo 2007)*, in *Il Diritto dell'economia*, 2007, fasc. 2, pp. 413 e ss; M. ATELLI, *Gli strumenti derivati negli enti locali*, Il Sole 24 Ore Pirola, 2008; A.M. DENTE, *Il reperimento delle risorse mediante gli strumenti di finanza innovativa (seconda parte)*, in *La Finanza locale*, 2006, fasc. 3, pp. 137 e ss; M. GIACOMINI, *I prodotti derivati negli enti locali*, in *Informator*, 2007, fasc. 1, pp. 18 e ss; G. MAROTTA, *Indagine sull'uso degli strumenti derivati: referti della corte dei conti*, in *La Finanza locale*, 2006, fasc. 3, pp. 96 e ss; F. PETRONIO, *Le indicazioni della Corte dei conti per l'adozione di operazioni di finanza derivata da parte degli enti locali*, in *La Finanza locale*, 2008 fasc. 3, pp. 95 e ss; ID., *Opportunità e rischi connessi all'impiego di nuovi strumenti finanziari da parte degli enti locali*, in *La Finanza locale*, 2006, fasc. 4, pp. 143 e ss; M. SPECA, *Profili generali ed elementi di rilievo emersi dalla diffusione degli strumenti derivati da parte degli enti locali*, in *Rivista dei tributi locali*, 2006, fasc. 4, pp. 359 e ss; F. STROCCHIA, *Operazioni in derivati per la gestione del debito e normativa relativa*, in *Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza*, 2007, fasc. 11, pp. 1198 e ss.

(5) Cfr. art. 119 Cost., comma 1, dove si afferma che “*I Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni hanno autonomia finanziaria di entrata e di spesa*”.

economia aziendale, la necessaria “sincronia temporale” tra periodo di utilizzo del bene acquistato e fonte di finanziamento<sup>(6)</sup>.

Al fine di dare attuazione a tale dettato costituzionale, il legislatore, con la legge finanziaria per il 2004<sup>(7)</sup>, ha definito le regole per il ricorso all’indebitamento da parte delle regioni e degli enti locali, individuando specificamente le operazioni riconducibili, appunto, al concetto d’indebitamento.

In particolare, ai sensi dell’art. 3, comma 17 della normativa citata, costituiscono indebitamento “*l’assunzione di mutui, l’emissione di prestiti obbligazionari, le cartolarizzazioni di flussi futuri di entrata non collegati a un’attività patrimoniale preesistente e le cartolarizzazioni con corrispettivo iniziale inferiore all’85 per cento del prezzo di mercato dell’attività oggetto di cartolarizzazione valutato da un’unità indipendente e specializzata. Costituiscono, inoltre, indebitamento le operazioni di cartolarizzazione accompagnate da garanzie fornite da amministrazioni pubbliche e le cartolarizzazioni e le cessioni di crediti vantati verso altre amministrazioni pubbliche*”. Diversamente, non rientrano nel concetto di indebitamento “*le operazioni che non comportano risorse aggiuntive, ma consentono di superare, entro il limite massimo stabilito dalla normativa statale vigente, una momentanea carenza di liquidità e di effettuare spese per le quali è già prevista idonea copertura di bilancio*”.

Per quanto riguarda poi gli strumenti di gestione del debito pubblico utilizzabili dagli enti locali nella propria attività di gestione finanziaria, la legge finanziaria per il 2002 ha avuto modo di affermare come tali enti “*possono emettere titoli obbligazionari con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell’emissione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l’ammortamento del debito*”. Altresì, gli stessi “*possono provvedere alla conversione dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996, anche mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegoziazioni, anche con altri istituti, dei mutui, in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi*”<sup>(8)</sup>.

In uno scenario quale quello qui brevemente descritto, emerge chiaramente come l’attività di gestione attiva del debito da parte dell’ente

---

(6) Cfr. S. POZZOLI, *Assunzione di mutui e prestiti*, in *Gli strumenti finanziari derivati negli enti locali. Aspetti contrattuali, contabili e profili di responsabilità*, a cura di M. ATELLI, Milano, 2008, p. XII.

(7) Cfr. art 3, commi 16-21, legge 24 dicembre 2003, n. 350.

(8) Art. 41, comma 2, legge 28 dicembre 2001, n. 448.

pubblico territoriale debba essere valutata soprattutto con riferimento alle finalità cui la stessa mira.

In tal senso, la gestione attiva del debito, soprattutto nell'ipotesi in cui si utilizzino strumenti di finanza innovativa (quali appunto i contratti derivati), impone scelte che si rivelano finanziariamente convenienti e politicamente corrette nella misura in cui le stesse siano effettuate all'interno di un piano di razionalizzazione della gestione degli investimenti e dei finanziamenti, rappresentando, viceversa, operazioni tecnicamente miopi e politicamente deprecabili laddove eseguite per far fronte ad esigenze di spesa corrente, così concretizzandosi in una politica finanziariamente dissennata volta a eludere i limiti dell'indebitamento o comunque a traslare nel medio lungo periodo gli oneri dei propri debiti<sup>(9)</sup>.

Sul punto, e coerentemente con quanto fin qui detto, la Corte dei Conti ha avuto modo di sottolineare come “*la rincorsa ai nuovi prodotti finanziari [...] nei casi in cui rappresenti una scelta necessitata, a causa di un insostenibile costo del debito tradizionale, include maggiori rischi*”<sup>(10)</sup>.

## 2. L'accesso ai mercati ed alle operazioni in strumenti derivati

Con D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, attuativo dell'art. 41, comma 1 della legge n. 488 del 2001 (finanziaria per il 2002)<sup>(11)</sup>, il ministero dell'Economia e delle Finanze ha dettato, limitatamente alle operazioni di finanziamento a medio e lungo termine o di cartolarizzazione di importo pari o superiore a 100 milioni di Euro, i precetti fondamentali regolanti l'accesso al mercato dei capitali da parte degli enti locali.

In particolare, e per quanto qui maggiormente interessa, sono stati: da un lato, con riferimento al citato art. 41 della L. 488 del 2001, delineati gli elementi propri della struttura di ammortamento (fondo di ammortamento del debito ovvero *swap* per l'ammortamento del debito) imposti da tale normativa in presenza di un'operazione di emissione obbligazionaria realizzata nella forma *bullet*, con obbligo di rimborso del capitale in un'unica

---

(9) Così S. POZZOLI, *Assunzione di mutui e prestiti*, cit., p. XXI.

(10) Cfr. Audizione dei rappresentanti della Corte dei conti del 3 marzo 2005, cit., p. 25.

(11) D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, *Regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni*, emesso dal Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro dell'interno, ai sensi dell'art. 41, comma 1, della l. 28 dicembre 2001, n. 448.

soluzione a scadenza<sup>(12)</sup>; dall'altro, in via del tutto innovativa, sono state previste importati novità con riferimento all'utilizzo di strumenti finanziari derivati<sup>(13)</sup>.

Con riferimento al primo punto, è stato sancito che i contratti relativi alla gestione di un fondo per l'ammortamento del capitale da rimborsare (c.d. *sinking fund*) o, alternativamente, per la conclusione di uno *swap* per l'ammortamento del debito (c.d. *amortizing swap*), possano essere conclusi solamente con intermediari contraddistinti da un adeguato merito creditizio, così come certificato da note agenzie di *rating* riconosciute a livello internazionale. Con particolare riferimento al fondo di ammortamento, è stato previsto che le somme accantonate possano essere investite esclusivamente in titoli obbligazionari di enti e amministrazioni pubbliche nonché di società a partecipazione pubblica di Stati appartenenti all'Unione Europea.

Per quanto concerne invece l'operatività degli enti territoriali in strumenti derivati, il decreto ministeriale ha previsto, in caso di operazioni di indebitamento effettuate in valute diverse dall'Euro, l'obbligo, per gli enti esposti a tale rischio di cambio, di stipulare contratti di "swap di tassi di cambio", finalizzati alla copertura di detto rischio.

Inoltre, in una logica di raggiunta autonomia finanziaria, il decreto ha concesso la possibilità per gli enti territoriali di sottoscrivere contratti di *interest swap*; di essere "parte acquirente" in contratti di *forward rate agreement*, di *interest rate cap* e di *interest rate collar*; di concludere altre operazioni derivate contenenti combinazioni delle fattispecie negoziali precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo predefinito; nonché altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito<sup>(14)</sup>.

---

(12) Cfr. art. 41, comma 2, legge 28 dicembre 2001, laddove, come detto, si afferma che gli enti "possono emettere titoli obbligazionari con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito".

(13) Invero, l'utilizzo di contratti derivati da parte di enti locali è stato per la prima volta disciplinato dall'art. 2 del decreto del Ministro del tesoro del 5 luglio 1996, n. 420. Tale norma prevedeva che, nell'ipotesi in cui fossero emessi da enti locali prestiti obbligazionari in valuta e su mercati esteri, questi avrebbero dovuto stipulare, per la copertura del rischio di cambio derivante dalla sottostante operazione di indebitamento in valuta, un contratto *swap* a copertura del rischio di cambio.

(14) Cfr. art. 3, comma 2, D.M. n. 389 del 2003, laddove si afferma che "in aggiunta alle operazioni di cui al comma 1 del presente articolo e all'articolo 2 del presente decreto, sono inoltre consentite le seguenti operazioni derivate: a) «swap di tasso di interesse» tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente

In quest'ultimo caso, e cioè laddove l'accesso alla finanza derivata risulti funzionale alla ristrutturazione del debito, la stipula di tali contratti è ammessa a condizione che i flussi con essi ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, a eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore all'1% del nozionale della sottostante passività.

Di fatto, le disposizioni riportate nel decreto tendono ad escludere il realizzarsi di condizioni che siano in grado di originare "profilo crescente dei valori attuali", tramite il divieto di posticipare le scadenze o di percepire elevate somme *up-front* e collegando, di fatto, l'operazione derivata e la posizione di mutuo sottostante le cui scadenze vengono a coincidere<sup>(15)</sup>.

In generale, tali operazioni derivate possono essere concluse solamente in corrispondenza di passività effettivamente dovute ed indicizzate esclusivamente a parametri monetari di riferimento nell'area dei Paesi appartenenti al Gruppo dei sette più industrializzati.

Al pari di quanto detto precedentemente in relazione alla conclusione delle diverse strutture di ammortamento, anche le operazioni in contratti derivati possono essere concluse unicamente con intermediari controparti contraddistinti da un adeguato merito creditizio certificato da agenzie di *rating* riconosciute a livello internazionale.

---

*flussi di interessi, collegati ai principali parametri del mercato finanziario, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti; b) acquisto di «forward rate agreement» in cui due parti concordano il tasso di interesse che l'acquirente del forward si impegna a pagare su un capitale stabilito ad una determinata data futura; c) acquisto di «cap» di tasso di interesse in cui l'acquirente viene garantito da aumenti del tasso di interesse da corrispondere oltre il livello stabilito; d) acquisto di «collar» di tasso di interesse in cui all'acquirente viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di un minimo e un massimo prestabiliti; e) altre operazioni derivate contenenti combinazioni di operazioni di cui ai punti precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo predefinito; f) altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito, solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività. Dette operazioni sono consentite ove i flussi con esse ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore a 1% del nozionale della sottostante passività".*

(15) Così M. SPECA, *Profili generali ed elementi di rilievo emersi dalla diffusione degli strumenti derivati da parte degli enti locali*, cit., p. 366.

In data 24 maggio 2004 (G.U. del 3 giugno 2004, n. 128), il Ministero dell’Economia e delle Finanze ha emesso una circolare esplicativa al fine di chiarire alcuni aspetti interpretativi necessari per una corretta applicazione delle norme contenute nel suddetto regolamento.

In particolare, per quanto concerne l’investimento delle somme accantonate nel fondo di ammortamento (*sinking fund*), in “*considerazione del fatto che il rischio sul portafoglio dei titoli conferiti al fondo di ammortamento rimane comunque a totale carico dell’ente*”, si sottolinea l’importanza del *rating* nella selezione dei soggetti emittenti i titoli utilizzati per la costituzione del fondo e si fissano dei limiti oggettivi in merito alle tipologie utilizzabili, secondo una chiara logica di riduzione del rischio di credito<sup>(16)</sup>. Inoltre, secondo un principio che nelle precedenti pagine è stato definito di “sincronia temporale”, viene fatto obbligo per gli enti sottoscrittori di vincolare la scadenza degli investimenti alla durata del fondo di ammortamento.

In modo assolutamente decisivo, il Ministero specifica come, nella loro attività discrezionale di gestione finanziaria, gli enti territoriali devono, nella fase precontrattuale di strutturazione di un’emissione obbligazionaria, considerare il costo complessivo della stessa, comparando i vantaggi e gli svantaggi, non solo meramente economici, che una struttura con rimborso unico a scadenza del capitale, c.d. *bullet*, comporta rispetto ad una in ammortamento, c.d. *amortizing*, valutando, per quanto desumibile dalle condizioni di mercato al momento dell’emissione, “*la relazione tra tale differenziale di costo ed il maggiore rischio sopportato dall’ente in virtù della costituzione del fondo o dello swap per l’ammortamento*”. Una simile valutazione deve altresì tener conto del fatto che “*le emissioni bullet, ancorché associate ad uno swap di ammortamento, pesano per l’interno ammontare fino alla scadenza ai fini delle rilevazioni Eurostat del debito pubblico*”.

---

(16) Cfr. art. 2, Circolare 24 maggio 2004, cit., secondo cui “*per quanto concerne invece l’investimento delle somme accantonate nel fondo o nello swap di ammortamento, la gamma degli strumenti ammessi a tal fine è circoscritta ai titoli obbligazionari, emessi esclusivamente dagli emittenti indicati al comma 2 dello stesso decreto n. 389 del 1° dicembre 2003, che non dovranno essere ulteriormente strutturati mediante operazioni derivate che rendano il profilo di esposizione creditizia difforme da quello consentito. In considerazione del fatto che il rischio sul portafoglio dei titoli conferiti al fondo di ammortamento rimane comunque a totale carico dell’ente, si sottolinea che la selezione degli emittenti dei suddetti titoli deve essere conforme allo spirito di riduzione del rischio creditizio. Si raccomanda, inoltre, la massima trasparenza, nei contratti, sui criteri con i quali i titoli conferiti al fondo di ammortamento sono selezionati ed eventualmente sostituiti, attribuendo la massima attenzione al rating*”.

Per quanto riguarda i criteri volti all'individuazione degli intermediari con i quali è ammissibile concludere i contratti relativi alla gestione di un fondo o allo *swap* per l'ammortamento del debito, in termini analoghi a quanto previsto per la stipula di contratti derivati, la Circolare individua criteri oggettivi per la determinazione del *rating* creditizio di tali intermediari<sup>(17)</sup>.

Con riferimento alle operazioni in strumenti derivati previste dall'art. 3, comma 2, alle lett. *a-d* del D.M., la Circolare precisa come le operazioni ammesse siano esclusivamente quelle concluse nella forma "*plain vanilla*", escludendo dunque qualsiasi forma di opzionalità, ed altresì vietando la conclusione di strumenti derivati che sfruttino l'effetto leva o comunque moltiplicatori di parametri finanziari.

Per quanto attiene le "altre operazioni derivate" previste dal precedente regolamento, le stesse devono in ogni caso essere riconducibili a combinazioni delle strutture base indicate, escludendo in tal modo il perseguimento di qualsivoglia finalità speculativa. Come precisato dalla Circolare "*si ritiene infatti che queste tipologie siano coerenti con il contenimento dell'esposizione dell'ente ai rischi finanziari conseguenti al rialzo dei tassi di interesse e quindi con l'obiettivo del contenimento del costo dell'indebitamento*".

Si precisa inoltre come sia concessa la possibilità agli enti territoriali di rinegoziare gli strumenti derivati originariamente sottoscritti in funzione delle caratteristiche proprie della nuova struttura di finanziamento<sup>(18)</sup>.

Il provvedimento ministeriale si conclude con un tanto corretto quanto poco ascoltato auspicio, laddove ricorda che "*considerata, infine, la particolare caratteristica di rischiosità strettamente connessa con l'attività*

---

(17) In tal senso la Circolare prevede che "*in merito al rischio di credito, gli intermediari con i quali è ammesso concludere operazioni derivate devono essere necessariamente dotati di un merito di credito (rating) certificato dalle agenzie di rating riconosciute a livello internazionale, attualmente: Standard & Poor's, Moody's e FitchRatings. Nel caso in cui i rating attribuiti dalle agenzie siano difforni tra loro, si deve prendere in considerazione quello più basso. Si ritiene che il "rating adeguato" della controparte non debba essere inferiore a BBB / Baa2 / BBB. Pertanto qualora l'intermediario subisca una riduzione di rating anche di un solo "notch" al di sotto di tale livello minimo, le posizioni accese dovranno essere chiuse al più presto*".

(18) In particolare la Circolare prevede che "*nel caso in cui si verifichi una variazione della passività sottostante ad un derivato, ad esempio perché è stata rinegoziata o convertita oppure perché ha raggiunto un ammontare inferiore a quanto inizialmente previsto, la posizione nello strumento derivato può essere riadattata sulla base di condizioni che non determinino una perdita per l'ente; solo nel caso in cui l'ente ritenga di dover chiudere la posizione nello strumento derivato è ammissibile la conclusione di un derivato uguale e di segno contrario con un'altra controparte*".



*in derivati, si raccomanda che gli enti destinatari del decreto n. 389 del 2003, a fine cautelativo, facciano riferimento alle norme del Regolamento di attuazione del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, adottato dalla CONSOB con Delibera del 1° luglio 1998 e successive modificazioni, con particolare riguardo agli articoli da 25 a 31 ed al “Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari” allegato al predetto Regolamento CONSOB”.*

A regolare la materia è poi intervenuto l’articolo unico della L. 27 dicembre 2006, n. 296 (Finanziaria 2007), in parte ribadendo ed in parte innovando quanto fin qui detto.

In particolare, ai sensi e per gli effetti del comma 736, viene espressamente confermata la finalità di mera copertura che necessariamente devono avere le operazioni di gestione del debito tramite utilizzo di strumenti derivati, le quali *“devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell’esposizione ai rischi di mercato”*<sup>(19)</sup>. Una simile prescrizione, così come descritto dalla relativa circolare esplicativa, emanata dal Ministero dell’Economia e della Finanza in data 31 gennaio 2007 (G.U. del 5 febbraio 2007, n. 29), richiama l’esigenza di *“coniugare il doveroso rispetto dell’autonomia della finanza locale con l’imprescindibile riguardo all’economicità complessiva delle operazioni poste in essere dagli enti per la gestione del debito”*.

Con riferimento alla *“riduzione del costo finale del debito”*, è possibile sottolineare come quest’ultima espressione non possa essere intesa in senso letterale, posto che un giudizio “di merito” sull’operazione non può essere dato *ex post*, ma piuttosto *ex ante*, attraverso un’attenta analisi del valore di mercato del contratto al momento della stipula (*mark to market*) volta ad accertare l’assenza di eventuali “costi impliciti abnormi” (valutazione preliminare di congruità economica), nonché, ove tale giudizio risultasse negativo, attraverso un giudizio complessivo in merito alla corretta gestione finanziaria dell’ente esprimibile in termini di sostenibilità o di adeguatezza dell’operazione rispetto al rischio assunto. Un simile giudizio si dovrebbe concretizzare nella verifica volta ad accertare che l’obiettivo della tendenziale riduzione del costo del debito sia stato perseguito attraverso una coerente assunzione di rischio, compatibilmente con la specifica situazione

---

(19) In modo non dissimile da quanto previsto dal D.M. n. 389 del 2003, il comma 736 della l. 27 dicembre 2006, n. 296 prevede che *“gli enti possono concludere tali operazioni solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti”*.

finanziaria dell'ente, in un'ottica di elevata prudenza finanziaria cui deve necessariamente conformarsi l'azione delle amministrazioni pubbliche<sup>(20)</sup>.

Inoltre, in modo del tutto innovativo, la legge finanziaria del 2007 ha previsto particolari oneri informativi in capo agli enti territoriali in ipotesi di operazioni di ammortamento di titoli *bullet* e le operazioni in strumenti derivati, stabilendo l'obbligo di trasmettere al Dipartimento del Tesoro i contratti ad esse relativi<sup>(21)</sup>. La violazione di tale precetto risulta, per espressa previsione legislativa, causa d'invalidità del contratto, stante l'efficacia costitutiva cui la norma *de qua* riconduce alla stessa trasmissione<sup>(22)</sup>.

Frutto delle preoccupazioni sorte sul finire del 2007 a seguito dei noti scandali emersi dalle indagini giornalistiche televisive<sup>(23)</sup>, la L. 24 dicembre 2007, n. 244 (legge finanziaria 2008) ha previsto l'invalidità (*rectius* inefficacia), oltre per quei contratti che non siano stati correttamente

---

(20) In questi termini si esprime Cfr. G. DE MARCO, *Il quadro normativo*, in *Gli strumenti finanziari derivati negli enti locali. Aspetti contrattuali, contabili e profili di responsabilità*, a cura di M. ATELLI, Milano, 2008, p. 14.

(21) Cfr. il comma 737 della L. 27 dicembre 2006, n. 296, laddove si dice che “*nel quadro di coordinamento della finanza pubblica di cui all'articolo 119 della Costituzione, i contratti con cui le regioni e gli enti di cui al testo unico di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, pongono in essere le operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e le operazioni in strumenti derivati devono essere trasmessi, a cura degli enti contraenti, al Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento del tesoro*”.

(22) *Ibidem*, laddove si legge che “*tale trasmissione, che deve avvenire prima della sottoscrizione dei contratti medesimi, è elemento costitutivo dell'efficacia degli stessi*”.

(23) A mero titolo di esempio e limitatamente all'anno 2007: S. ELLI E F. PAVESI, *Ecco i “derivati beffa” di Italease*, in *Finanza e Mercati*, 5 luglio 2007; I. BUFACCHI, *Derivati sul filo del rischio*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 luglio 2007; A. PUATO, *Derivati, il rimedio è peggiore del male*, in *Corriere Economia*, 16 luglio 2007; C. CONTI, *I PM accendono un faro sui derivati di Italease*, in *Libero Mercato*, 25 luglio 2007; M. FRISONE, *Derivati, sotto tiro le Pmi del Nord*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 luglio 2007; I. BUFACCHI, *Derivati, banche sotto esame*, in *Il Sole 24 Ore*, 31 agosto 2007; R. BOCCIARELLI, *Pressing Bankitalia sugli istituti di credito*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 settembre 2007; M. PLATERO, *Derivati, una roulette russa*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 settembre 2007; S. TAMBURELLO, “*Report*”, *la grande speculazione dei derivati ad alto rischio*, in *Corriere della Sera*, 15 ottobre 2007; D. LEPIDO, *Enti locali, paura derivati*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 ottobre 2007; S. IACOMETTI, *Enti locali incastrati in 13 miliardi di derivati*, in *Libero Mercato*, 31 ottobre 2007; M. FRISONE, *Derivati con costi occulti*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 novembre 2007; M. FRISONE, *Derivati imprese: buco a 5 miliardi*, in *Il Sole 24 Ore*, 17 novembre 2007; M. FRISONE, *Derivati, il cliente paga sempre*, in *Il Sole 24 Ore*, 1 dicembre 2007. Con riferimento all'ambito televisivo, ci si limita a ricordare lo scalpore suscitato dalla trasmissione *Report*, condotta da Stefania Rimini, nel corso della puntata dal titolo *Il Banco vince sempre*, andata in onda il 14 ottobre 2007.

trasmessi, a cura degli enti contraenti, al Ministero dell'Economia e delle Finanze prima della loro sottoscrizione, anche per quelli che, dovendo essere “*informati alla massima trasparenza*”<sup>(24)</sup>, non risultino idonei ad assicurare, secondo la procedura indicata<sup>(25)</sup>, il rispetto dei presupposti di trasparenza contrattuale previsti<sup>(26)</sup>.

Ultimo in ordine cronologico si segnala l'art. 62 del D. Lgs. 25 giugno 2008, n. 112, contenente “*Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione Tributaria*”, il quale vieta agli enti locali di sottoscrivere, fino all'entrata in vigore di uno specifico regolamento, strumenti finanziari derivati e contestualmente impone di ricorrere a forme d'indebitamento solamente attraverso strutture che prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento, escludendo in tal modo la possibilità per gli enti locali di emettere prestiti obbligazionari con rimborso interamente a scadenza (c.d. *bullet*)<sup>(27)</sup>.

---

(24) Cfr. art. 1, comma 381, L. 24 dicembre 2007, n. 244, secondo cui “*i contratti di strumenti finanziari anche derivati, sottoscritti da regioni ed enti locali, sono informati alla massima trasparenza*”.

(25) Dal combinato disposto dell'art. 1, commi 382 e 383, L. 24 dicembre 2007, n. 244, emerge come tali contratti “*devono recare le informazioni ed essere redatti secondo le indicazioni specificate in un decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, da emanare sentite la CONSOB e la Banca d'Italia. Il Ministero dell'economia e delle finanze verifica la conformità dei contratti al decreto*”. Sempre al fine di una maggior trasparenza “*La regione o l'ente locale sottoscrittore di strumenti finanziari di cui al comma 381 deve attestare espressamente di aver preso piena conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi, evidenziando in apposita nota allegata al bilancio gli oneri e gli impegni finanziari derivanti da tali attività*”.

(26) Cfr. art. 1, comma 384, L. 24 dicembre 2007, n. 244, secondo cui “*il rispetto di quanto previsto ai commi 382 e 383 è elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti*”.

(27) Cfr. art. 6, comma 1, D. Lgs. 25 giugno 2008, n. 112, secondo cui “*Ai fini della tutela dell'unità economica della Repubblica e nel rispetto dei principi di coordinamento della finanza pubblica previsti agli articoli 119 e 120 della Costituzione, alle regioni, alle province autonome di Trento e Bolzano e agli enti locali è fatto divieto di stipulare fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 2, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti all'articolo 1, comma 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nonché di ricorrere all'indebitamento attraverso contratti che non prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento comprensive di capitale e interessi*”.

### 3. Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi

Dalla descrizione della normativa di settore è emersa la possibilità per gli enti territoriali di concludere, nell'ambito della propria autonomia finanziaria, strumenti finanziari derivati con Intermediari abilitati<sup>(28)</sup>.

---

(28) Per un'analisi compiuta in merito alla natura ed agli elementi propri di tali strumenti negoziali, si rinvia all'ampio dibattito dottrinale che ha accompagnato tali figure. In particolare, a mero titolo indicativo: R. AGOSTINELLI, *Struttura e funzione dei contratti swap*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1991, fasc. 4, pp. 437 ss; ID., *Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria*, in *Quadrimestre*, 1991, pp. 10 ss; ID., *I modelli ABI di interest rate e currency swap*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1992, fasc. 2, pp. 261 ss; ID., *I modelli ABI di forward rate agreement e di currency option*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1993, fasc. 5, pp. 735 ss; ID., *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1997, fasc. 1, pt. 1, pp. 112 ss; F. ANNUNZIATA, *Il mercato italiano dei futures e la cassa di compensazione e garanzia. Una nuova tappa della riforma dei mercati mobiliari*, in *Rivista delle Società*, 1993, fasc. 1-2, pp. 306 ss; F. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività d'impresa e valutazione del rischio soggettivo*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1996, fasc. 4, pt. 1, pp. 593 ss; S. BO, C. VECCHIO, *Il rischio giuridico di prodotti derivati*, Milano, 1997; R. CAIAZZO, *Gli swap nella disciplina fallimentare*, in *I derivati finanziari* a cura di Riolo, Milano, 1993, pp. 103 ss; G. CAPALDO, *La disciplina contrattuale delle operazioni di swap tra intermediari finanziari*, in *Bancaria*, Vol. 2, 1993, pp. 49 ss; ID., *La disciplina contrattuale delle operazioni di swap e gioco*, in *Rivista di Diritto Privato*, Vol. 3, 1997, pp. 587 ss; ID., *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999; F. CAPRIGLIONE, *I prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1995, fasc. 3, pp. 359 ss; F. CAPUTO NASSETTI, *Un documento di lavoro per un contratto tipo italiano di swap*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1992, fasc. 1, pp. 95 ss; ID., *Considerazioni in tema di swap*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1993, fasc. 2, pp. 321 ss; ID., *Profili Civilistici dei contratti "derivati" finanziari*, Milano, 1997; ID., *I contratti derivati finanziari*, 2007; S.M. CARBONE, *Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2000, fasc. 1, pp. 3 ss; A.M. CAROZZI, V. DEL SOLE, *Financial derivatives*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale. Banca, Borsa e Titoli di Credito*, Torino, 2004, pp. 449 ss; R. CLARIZIA, *Le option fra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in *I derivati finanziari* a cura di Riolo, 1993, pp. 119 ss; COMITATO DIRETTIVO DEGLI AGENTI DI CAMBIO DELLA BORSA VALORI DI MILANO, *I contratti futures : nuovi strumenti per il mercato finanziario*, Milano, 1988; C.L. CORTI, *Esperienze in tema di opzioni*, in *I derivati finanziari* a cura di Riolo, Milano, 1993, pp. 125 ss; A. CONFORTI, *I forward rate agreement*, in *Bancaria*, 1986, fasc. 1, pp. 9 ss; P. DE BIASI, *Strumenti ben temperati. Alcuni profili giuridici e regolamentari dell'operatività in derivati OTC*, Siena, 2000; ID., *Un nuovo master agreement per strumenti finanziari sofisticati*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2001,

Tali contratti, che trovano nel nostro ordinamento espresso riconoscimento nel *Testo Unico della Finanza* (di qui in avanti solo T.U.F.)<sup>(29)</sup>, si caratterizzano, come precedentemente anticipato, per il fatto che il loro valore dipende (quindi “deriva”) dal prezzo di mercato di un’attività sottostante ovvero dal valore di un parametro finanziario di riferimento.

Pur riconoscendo l’impossibilità di definire in modo unitario le diverse fattispecie riconducibili alla categoria dei “contratti derivati”<sup>(30)</sup>, è comunque

---

fasc. 5, pt. 1, pp. 644 ss; F. FERRARINI, *I derivati finanziari tra contratto a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari* a cura di Riolo, Milano, 1993, pp. 27 ss; G. GALASSO, *Options e contratti derivati*, *Contratto e Impresa*, 1999, fasc. 3, pp. 1269 ss; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit.; B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contratto e Impresa*, 1988, pp. 597; C.M. DE IULIIS, *Lo swap di interessi o divise nell’ordinamento italiano*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2004, fasc. 3, pp. 391 ss; KPMG (a cura di), *Guida agli strumenti derivati, aspetti operativi per la banca e la finanza*, Roma, 1996; G. MAZZOLANO, F. PAPA, *Forward rate agreement*, in *Amministrazione e finanza*, 1988, pp. 1153 ss; M. MORI, *Swap: una tecnica per l’impresa*, Padova, 1990; M. PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1999, fasc. 1, pp. 63 ss; A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1995, fasc. 1, pp. 82 ss; ID., *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati: profili giuridici*, Milano, 1999; D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swap, index future)*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1992, fasc. 1, pp. 171 ss; L. RADICATI DI BROZOLO, *Il contratto modello di swap dell’International Swap Dealers Association*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1993, fasc. 2, pp. 321 ss; M. RAGNO, *Commodity swaps conclusi tra non intermediari e disciplina dei servizi di investimento*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2004, fasc. 1, pt. 1, pp. 158 ss; F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swap di interessi e di divise in Italia*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1993, pt. 1, pp. 602 ss; ID., *Aspetti legali del mercato degli swap in Italia*, in *I derivati finanziari* a cura di Riolo, Milano, 1993, pp. 87 ss; N. TREMANTE, *La compensazione nelle operazioni internazionali di swap*, in *I derivati finanziari* a cura di Riolo, Milano, 1993, pp. 113 ss; L. VALLE, *Contratti future*, in *Contratti e Imprese*, pp. 307 ss..

(29) Art. 1, comma 2, lett. d-j, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 “*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52*”, così come modificato dal D.Lgs. n. 164 del 17 settembre 2007 (c.d. “*MiFid*”), dal D.Lgs. n. 195 del 6 novembre 2007 (c.d. “*Trasparency*”) e dal D.Lgs. n. 229 del 19 novembre 2007 (c.d. “*Opa*”).

(30) In tal senso, i contratti derivati possono essere ricondotti a cinque schemi negoziali base. Un primo, che rileva nel caso di contratti *swaps*, prevede l’obbligo da parte dei soggetti contraenti di effettuare reciproci pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi. Un secondo, riconducibile allo schema tipico del contratto di compravendita ed applicabile nel caso di contratti *futures* su titoli, su valute ovvero su *commodities*. Un terzo, che rileva in ipotesi di *financial futures* su indici o su tassi di interesse, ovvero nel caso di *forward rate agreements*, e che può

possibile, a meri fini esplicativi, sottolineare come tutte queste fattispecie negoziali si caratterizzino per la presenza di un capitale nozionale di riferimento, idoneo a determinare, in funzione dei valori assunti dalla variabile di riferimento nel corso del rapporto, le reciproche prestazioni delle parti. In tal senso, il prezzo o, meglio, il valore dello strumento (*mark to market*), si determina in funzione della traslazione nel tempo dell'operazione sottostante, ovvero dell'attualizzazione di quelle che sono le (ipotetiche) prestazioni future.

Concentrando l'attenzione sui contratti maggiormente sottoscritti dagli enti locali, è possibile sottolineare come questi contratti *over the counter*, ed in particolare: *interest rate swap*, con il quale due parti si scambiano a date prestabilite flussi di pagamenti calcolati applicando ad un determinato capitale di riferimento due differenti tassi d'interesse; *amortizing swap*, il cui capitale nozionale varia in funzione di un piano di ammortamento prestabilito; *credit default swap*, legato allo scambio di posizioni di credito; *currency swap*, reso obbligatorio, ex art. 3, comma 1, D.M. n. 389 del 2003, per la copertura del rischio di cambio laddove l'ente abbia concluso operazioni di indebitamento effettuate in valute diverse dall'Euro.

Per quanto attiene il contratto di *interest rate swap*, raramente questo si configura nella forma più semplice (c.d. *plain vanilla*), essendo generalmente accompagnato dalla presenza di particolari opzioni che condizionano le prestazioni delle due parti<sup>(31)</sup>. In particolare, nella costruzioni di tali strumenti complessi si utilizzano quelle figure negoziali note con il nome di *interest rate options*, ed in particolare *interest rate cap*, *interest rate floor* ed *interest rate collar*, che possono, da un punto di vista giuridico, essere tutte definite come quei contratti con i quali una parte, verso pagamento di un premio, si obbliga a pagare all'altra una o più somme di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni del tasso di interesse<sup>(32)</sup>. Sotto un profilo più

---

essere ricondotto allo schema negoziale del contratto differenziale semplice, attraverso cui le parti convengono di liquidare le reciproche obbligazioni con il pagamento delle mere differenze. Un quarto, applicabile nel caso di *interest rate options*, attraverso cui si prevede l'obbligo per uno dei soggetti contraenti di pagare una somma di denaro al verificarsi di certe variazioni di un parametro di riferimento, a fronte del pagamento di un premio da parte dell'altro contraente. Infine un quinto, utilizzabile nel caso di *financial options* ed assimilabile allo schema negoziale tipicamente previsto dal codice civile all'art. 1331 in relazione al contratto di opzione, con cui una parte resta vincolata alla propria dichiarazione, mentre l'altra ha la facoltà, ma non l'obbligo, di accettarla.

(31) In questo caso la struttura negoziale sarebbe riconducibili alle "altre operazioni derivate" di cui all'art. 3, comma 2, lett. e, D.M. n. 389 del 2003.

(32) Al fine di evitare facili equivoci è opportuno sottolineare come l'*interest rate option* vada tenuta distinta dalle c.d. opzioni codicistiche, disciplinate all'art. 1331 c.c.,

strettamente funzionale, tali figure si distinguono in quanto con un contratto di *interest rate cap* il compratore, a fronte del pagamento del premio stabilito, si tutela contro il rischio di rialzo dei tassi di interesse viceversa, attraverso un *interest rate floor*, il compratore si tutela contro il rischio di ribasso dei tassi. Nel caso di *interest rate collar*, le parti assumono reciprocamente la posizione di venditore e di compratore, essendo il contratto assimilabile per ciascun contraente all'acquisto di un *cap* con simultanea vendita di un *floor*, oppure all'acquisto di un *floor* con simultanea vendita di un *cap*. In tal modo, le parti "incrociano" le rispettive attese, assumendo a riferimento un tasso minimo ed un tasso massimo. Vengono così coperte le posizioni assunte "all'esterno del *collar*", cioè per valori inferiori al tasso minimo ovvero superiori al tasso massimo presi a riferimento, mentre non si verificano pagamenti per valori compresi fra questi due valori, situati cioè "all'interno del *collar*".

Da un punto di vista normativo si è già detto come la possibilità per gli enti pubblici di concludere operazioni in strumenti derivati sia stata riconosciuta dall'art. 3, comma 2, D.M. n. 389 del 2003, il quale la condiziona alla corrispondenza di passività effettivamente dovute e, in generale, secondo quanto ribadito nella finanziaria per il 2007, al perseguimento di finalità di mera copertura<sup>(33)</sup>.

In ipotesi di *interest rate swap* è possibile sottolineare come, laddove questo sia concluso tra soggetti privati, la causa del contratto, anche nella sua componente concreta e non meramente astratta<sup>(34)</sup>, non sembra risentire delle

---

secondo cui si "quando le parti convengono che una di esse rimanga vincolata alla propria dichiarazione e l'altra abbia facoltà di accettarla o meno, la dichiarazione della prima si considera quale proposta irrevocabile per gli effetti previsti dall'art. 1329". La differenza tra i due istituti sembrerebbe evidente laddove si consideri che, nelle opzioni su tassi, il rapporto contrattuale è già perfetto al momento della stipula, non configurandosi un rapporto di soggezione del venditore alla volontà del compratore, se non nei limiti della richiesta di pagamento. Differentemente, nelle opzioni civilistiche, il contratto è inteso a rendere irrevocabile la dichiarazione (così già manifestata), di una delle parti, relativa ad un contratto da concludersi in tempo futuro. Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 308; R. CLARIZIA, *Le option fra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, cit., p. 121; C.L. CORTI, *Esperienze in tema di opzioni*, cit., p. 87 ss.

(33) Cfr. il comma 736 della L. 27 dicembre 2006, n. 296, secondo cui "le operazioni di gestione del debito tramite utilizzo di strumenti derivati, da parte delle regioni e degli enti di cui al testo unico di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato".

(34) Individuabile negli interessi che concretamente il contratto è diretto a realizzare al di là del modello tipico utilizzato. Cfr. sul punto G.B. FERRI, *Negozio*

motivazioni personali delle parti (siano esse di copertura, speculative o di arbitraggio)<sup>(35)</sup>, essendo individuabile nella mera volontà dei soggetti contraenti di scambiarsi reciprocamente flussi finanziari calcolati sulla base di parametri di riferimento predeterminati<sup>(36)</sup>.

Diversamente, laddove il contratto abbia come parte un ente territoriale, coerentemente con quanto affermato dalla più recente giurisprudenza contabile<sup>(37)</sup>, l'espreso vincolo finalistico previsto dalla normativa di settore non può che condizionare, tanto nella fase genetica quanto in quella funzionale, lo stesso elemento causale, inficiando la validità del negozio laddove siano perseguite finalità diverse da quelle di mera copertura<sup>(38)</sup>.

Assai controversa risulta poi l'analisi sulla coerenza dell'attività di ristrutturazione o rinegoziazione di questi contratti rispetto alla normativa vigente, nonché la qualificazione della somma corrisposta a titolo di premio di liquidità (*up-front*) che a questa generalmente consegue.

---

*Giuridico*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche, Sezione Civile*, IV ed., Torino, 987, Vol. 12, pp. 76 ss; R. SACCO, G. DE NOVA, *Il Contratto*, in *Trattato di Diritto Civile* diretto da R. Sacco, Torino, 2004, Vol. 1, pp. 780 ss.

(35) Le quali, secondo la disciplina di diritto comune, possono rilevare unicamente nei limiti di liceità sanciti dall'art. 1345 c.c..

(36) Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 75; nello stesso senso M. MORI, *Swap: una tecnica per l'impresa*, cit., p. 318; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, cit., p. 27.

(37) Cfr. Corte dei Conti, Sezione Regionale di Controllo per la Lombardia, Deliberazione n. 52/2008, laddove si è affermato che “*in particolare per gli enti territoriali, il collegamento funzionale in quanto espressamente previsto dalla legge e connaturato con la natura degli enti pubblici entra nella causa giuridica del negozio, perché elemento oggettivo previsto dalla legge. Ne consegue che per detti enti la mancata funzionalizzazione del contratto all'andamento dei rischi di mutui stipulati dall'ente si riflette sulla causa genetica dei contratti di swap di tasso di interesse, facendola venire meno. In effetti per gli enti pubblici detti contratti sono consentiti solo per le finalità innanzi indicate e in limiti di rischio propri delle tipologie di contratti di derivati previsti dal legislatore, fissando così anche limiti alla aleatorietà del contratto*”.

(38) Così G. ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi*, in *Azienditalia*, maggio 2008, n. 5, p. 5, laddove, si afferma che tale finalità di copertura “*assume rilievo essenziale in relazione ai contratti stipulati dagli enti pubblici, cosicché il collegamento funzionale, in quanto espressamente previsto dalla legge o connaturato, con la loro natura entra nella causa giuridica del negozio, in quanto elemento oggettivo dello stesso previsto dalla legge. Con l'ovvia conseguenza, finora non esplorata dalla giurisprudenza, che in relazione agli enti pubblici la mancata funzionalizzazione del contratto all'andamento dei rischi dei mutui precedentemente stipulati dall'ente si riflette sulla causa genetica dei contratti di swap di tasso di interesse*”.



La rinegoziazione di un contratto derivato, infatti, assume necessariamente finalità speculativa, in quanto posticipa la sopportazione di una perdita confidando in eventi futuri che in qualche modo possano neutralizzarla o ridurla. Il contratto rinegoziato ha quindi la funzione di finanziare la perdita del primo contratto (perdita per il cliente, guadagno per la banca) che la sua chiusura anticipata ha definitivamente consolidato<sup>(39)</sup>.

Tale operazione finanziaria si struttura generalmente attraverso i seguenti elementi: posticipazione della scadenza dell'operazione iniziale; incremento del nozionale; aumento della leva finanziaria; variazione del sottostante. Un simile intervento ha l'effetto di aumentare l'esposizione al rischio del cliente, presentando, per tale motivo, indubbi profili di criticità, in termini di adeguatezza per tipologia, se lo scopo che muove le parti del contratto non è quello di trarre profitto, ma diversamente quello di ridurre le perdite eventuali derivanti dal *modus operandi* dell'investitore.

Con riferimento agli enti locali, per i quali è prevista la possibilità di ristrutturare le passività relative a contratti derivati in essere solo in presenza di condizioni di mercato diverse rispetto a quelle presenti al momento della stipula contrattuale<sup>(40)</sup>, appare lecito chiedersi se l'attività di rinegoziazione possa realmente dirsi improntata alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato (in tal modo rispettando il vincolo finalistico imposto dalla normativa di settore), ovvero se la stessa abbia la sola funzione di posticipare la perdita relativa al contratto in essere, speculando su eventuali mutamenti delle condizioni di mercato future.

Inoltre, con riferimento all'utilizzazione del premio di liquidità (*up-front*) derivante dalla rinegoziazione dei contratti, è opportuno ricordare come lo stesso, non potendo essere considerato un semplice anticipo dei futuri ed eventuali flussi finanziari del contratto estinto ma piuttosto il valore negativo del contratto al momento della sua conclusione, debba essere considerato, a tutti gli effetti, una forma di indebitamento da parte dell'ente e, come tale, non possa essere utilizzato, diversamente da quanto riscontrato nella prassi, per finanziare spese correnti, ma, eventualmente, solo spese di

---

(39) Cfr. M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fallimentari*, in *Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali*, 2005, pp. 345 ss.

(40) Nei limiti comunque di uno sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore a 1% del nozionale della sottostante passività; cfr. art. 3, comma 2, lett. f, D.M. n. 389 del 2003, così come interpretato dall'art. 3 della Circolare esplicativa del 24 maggio 2004, cit..

investimento, nel rispetto del principio costituzionale sancito dall'art. 119 della Costituzione<sup>(41)</sup>.

Oltre al contratto *interest rate swap*, un secondo strumento di finanza derivata utilizzato dagli enti territoriali nella loro attività di *liability management* è rappresentato dal contratto di *amortizing swap*. Come detto, la conclusione di tale contratto è stata imposta, in regime di alternatività con la costituzione di un *sinking fund*, in ipotesi di emissione di un prestito obbligazionario *bullet* (con unica soluzione a scadenza) da parte degli enti territoriali.

In particolare, tramite l'*amortizing swap* l'ente si obbliga a versare all'intermediario, progressivamente, quote periodiche di ammortamento, secondo un piano prestabilito, e, per converso, l'intermediario finanziario si impegna a pagare, alla scadenza del periodo contrattuale relativo all'emissione obbligazionaria, una somma pari all'intero debito obbligazionario.

Si tratta invero di una sorta d'investimento finanziario nell'ambito del quale l'ente pubblico versa all'intermediario delle somme di denaro che quest'ultimo si impegna a restituire alla scadenza. In tal senso, considerata la natura finanziaria dell'operazione, deve essere prevista una remunerazione a carico dell'intermediario in favore dell'ente territoriale, quale costo di utilizzo del denaro, in linea con i tassi di mercato. Il modo più elementare per remunerare tale versamento consiste nel far divergere la somma delle quote di ammortamento versate periodicamente dall'ente e la somma complessiva di capitale restituito dall'intermediario a scadenza, somma questa che non dovrebbe comunque essere inferiore a quella relativa al debito obbligazionario.

Diversamente, il *sinking fund* si struttura come un fondo che accoglie gli accantonamenti disposti periodicamente dall'ente al fine di preconstituire i mezzi finanziari per l'estinzione del prestito obbligazionario. La differenza fondamentale rispetto alla conclusione di uno *swap* di ammortamento risiede nel fatto che tale fondo comporta un'attività di gestione la quale, anche laddove non effettuata dall'ente stesso ma delegata ad un intermediario

---

(41) Sul punto si rinvia ai *Principi contabili per gli enti locali*, redatti dall'Osservatorio per la finanza e la contabilità degli enti locali, n. 3, punto 47, secondo cui “l'eventuale entrata derivante dalla contrazione di *swap* finalizzati alla ristrutturazione dei tassi di interesse del residuo debito riguarda la rimodulazione del debito precedentemente contratto per investimenti ed incide sulle condizioni economico-finanziarie e gli equilibri del bilancio di medio-lungo termine; pertanto, va considerata una entrata straordinaria da allocare nel titolo IV delle entrate”.

finanziario, implica per l'ente il rischio sul portafoglio dei titoli, a fronte comunque di fisiologici oneri di gestione finanziaria.

In merito, però, la normativa di settore appare estremamente lacunosa, poiché prevede l'accumulo in un fondo senza fornire alcuna indicazione in ordine alla disponibilità, all'utilizzo ed alla gestione dello stesso, tematiche queste interamente lasciata alla libertà contrattuale delle parti<sup>(42)</sup>.

In particolare, la disciplina normativa non stabilisce se il fondo che l'ente costituisce mediante i versamenti periodici della quota capitale debba rimanere nella disponibilità dell'ente territoriale ovvero possa essere affidato in gestione ad un istituto bancario o ad un altro intermediario finanziario.

Ove l'ente si privi della disponibilità del fondo, è evidente che lo stesso sia comunque tenuto a negoziare forme di garanzia specifiche a carico dell'intermediario finanziario in ordine alla restituzione dell'intero capitale alla data di scadenza del prestito obbligazionario, anche al fine di non accollarsi il rischio dell'eventuale insolvenza dell'intermediario finanziario.

Al riguardo le indicazioni normative non sono sufficienti perché si limitano a prevedere che il contratto debba essere concluso con intermediari finanziari dotati di adeguato *rating* creditizio e che il rischio venga frazionato, ripartendo l'operazione fra più intermediari in modo che ciascuno di essi venga coinvolto per una frazione non superiore al quarto dell'intero ammontare.

La ripartizione del potenziale rischio fra più operatori è sicuramente elemento positivo, ma l'indicazione che l'operazione sia conclusa con un operatore dotato di un adeguato *rating* creditizio non fornisce alcuna garanzia, se non in relazione al momento della conclusione del contratto.

Ciò posto, il fatto che la norma non detti regole specifiche non significa che gli enti territoriali siano liberi di affidare la gestione all'intermediario finanziario, senza avere una precisa garanzia in ordine alla restituzione del capitale che viene versato nel fondo.

In tal senso, l'importanza di considerare attentamente i rischi insiti in operazioni di questo tipo deriva dal fatto che, nel caso in cui alla scadenza del prestito l'intermediario versi in uno stato di insolvenza, l'ente territoriale

---

(42) Cfr. Corte dei Conti, Sezione Regionale di Controllo per la Lombardia, Deliberazione n. 52/2008, secondo cui *“la disciplina normativa non stabilisce se il fondo che l'ente costituisce mediante i versamenti annuali (o, comunque periodici) della quota capitale debba rimanere nella disponibilità dell'ente territoriale ovvero possa essere affidato in gestione ad un istituto bancario o ad un altro intermediario finanziario. Ove l'ente si privi della disponibilità del fondo, è evidente che deve negoziare forme di garanzia specifiche a carico dell'intermediario finanziario in ordine alla restituzione dell'intero capitale alla data di scadenza del prestito obbligazionario, anche al fine di non accollarsi il rischio dell'eventuale insolvenza dell'intermediario finanziario”*.

sarebbe costretto a far fronte ai pagamenti nei confronti degli obbligazionisti con risorse proprie, sempre che, considerato l'elevato importo dei prestiti obbligazionari, ne abbia la reale disponibilità.

L'accumulo progressivo in un fondo della quota capitale può essere dunque elemento utile nell'economia del rapporto contrattuale ma, considerata la natura degli enti pubblici e la circostanza che i capitali che essi gestiscono sono di "proprietà" della collettività, appare necessario che prima di utilizzare questa modalità contrattuale l'ente valuti con attenzione i rischi connessi e predisponga un regolamento contrattuale che tuteli in modo specifico il patrimonio progressivamente accumulato, anche in relazione alle modalità di restituzione imposte all'intermediario finanziario.

Sulla base di tali premesse *“la scelta di una regolamentazione “leggera” in questa materia solleva notevoli perplessità poiché le modalità di costituzione e gestione del fondo sono estremamente rilevanti, anche in considerazione della lunga durata dei prestiti obbligazionari e del conseguente rischio che l'ente assume in caso di insolvenza dell'intermediario finanziario al quale è affidata la gestione del fondo”*<sup>(43)</sup>. In conclusione, *“anche se la disciplina normativa non prende espressamente in considerazione le problematiche inerenti le modalità di costituzione e gestione del fondo, l'ente territoriale non può trascurare di considerare il rischio inerente la gestione”*<sup>(44)</sup>.

Da un punto di vista più strettamente economico funzionale, laddove la gestione del fondo venga delegata ad un intermediario finanziario, appare fondamentale disciplinare, in una chiara logica di corretta gestione, la ripartizione dei proventi da essa derivanti, i quali, laddove interamente destinati all'intermediario gestore, devono trovare, al pari di quanto detto con riferimento al contratto di *amortizing swap*, un corrispettivo a favore dell'ente quale remunerazione per l'utilizzazione del capitale gestito.

Da quanto fin qui detto emerge come una valutazione complessiva dell'attività di gestione attiva del debito da parte degli enti territoriali, realizzata attraverso strumenti di finanza derivata, non possa dunque

---

(43) Corte dei Conti, Sezione Regionale di Controllo per la Lombardia, Deliberazione n. 52/2008, secondo cui *“l'accumulo progressivo in un fondo della quota capitale può essere elemento utile nell'economia del rapporto contrattuale, ma considerata la natura degli enti pubblici e la circostanza che i capitali che essi gestiscono sono di “proprietà” della collettività, è necessario che prima di utilizzare questa modalità contrattuale l'ente valuti con attenzione i rischi connessi e predisponga un regolamento contrattuale che tuteli in modo specifico il patrimonio che l'ente accumula di anno in anno, anche in relazione alle modalità di restituzione da parte dell'intermediario finanziario”*.

(44) *Ibidem*.

prescindere da un'attenta analisi in merito al carattere non speculativo (così come definito dall'autorità di Vigilanza<sup>(45)</sup>) degli strumenti utilizzati, nonché in generale dell'efficacia e della congruità di questi rispetto alle finalità ed ai limiti legislativamente previsti<sup>(46)</sup>, ribadendo che il mancato rispetto di tali precetti non può ricondursi alla mera violazione di norme di comportamento da parte dell'intermediario, ma comporta, *ex art. 1418 c.c.*, l'invalidità (*rectius* nullità) dello stesso per mancanza o illiceità dell'elemento causale e comunque, in via residuale, per contrarietà a norma imperativa volte alla tutela di interessi pubblici e generali<sup>(47)</sup>.

Inoltre, stante la struttura complessa che lega i diversi contratti stipulati in relazione alla ristrutturazione del debito (prestito obbligazionario, derivati per la copertura del tasso, *swap* o fondo per l'ammortamento, derivati per la copertura del rischio di credito), appare oltremodo difficoltoso, soprattutto per controparti che non possano sostanzialmente definirsi qualificate, realizzare in sede precontrattuale una corretta *due diligence* sull'operazione di investimento. In tal senso, appare assolutamente discutibile affidare, come spesso accade, l'attività di consulenza finanziaria

---

(45) La distinzione è stata sancita dalla Consob nella Comunicazione n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999, laddove ha ritenuto che possono essere considerate “di copertura” le operazioni su strumenti finanziari derivati nel caso in cui: a) siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente; b) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine; c) siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente.

(46) Ed in particolare, come più volte detto, tali operazioni devono essere accessorie rispetto a passività effettivamente dovute nonché volte a consentire la riduzione del costo finale del debito, la riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato nonché il contenimento dei rischi di credito assunti.

(47) Nello stesso senso G. ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi*, cit., p. 9, secondo cui “considerata la natura del contratto e le limitazioni introdotte dal legislatore che richiamano espressamente la finalità di copertura che il contratto deve avere si può dubitare della validità di tutti i contratti che sono stati conclusi per altre finalità o che, comunque, presentino una struttura che non sia idonea a raggiungere questa finalità. In questi ultimi casi viene ad essere dubbia l'esistenza della causa o la sua idoneità al raggiungimento dello scopo e questa circostanza può comportare la nullità dell'intero contratto che potrebbe essere fatta valere da chiunque ne abbia interesse e, quindi, anche dagli stessi enti territoriali dinanzi al giudice civile”. In generale, con riferimento alle ipotesi di nullità virtuale per lesione di interessi generali, cfr. C.M. BIANCA, *Il Contratto*, in *Diritto Civile*, Milano, 2000, Vol. 3, pp. 613 e ss; R. SACCO, *Le invalidità*, in Trattato P. Rescigno, *Obbligazioni e Contratti*, X, Torino, 2002, pp. 618; G. DE NOVA, *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Rivista Critica del Diritto Privato*, 1985, pp. 436 e ss.

sull'investimento allo stesso intermediario finanziario parte della stessa struttura contrattuale, il quale opera, fisiologicamente ed inevitabilmente, in conflitto di interessi<sup>(48)</sup>.

#### **4. La disciplina delle delegazioni di pagamento nel sistema degli enti locali**

Nel sistema normativo vigente, assoluto rilievo assume il particolare meccanismo di garanzia che il legislatore ha previsto con riferimento ai contratti di finanziamento a favore degli enti territoriali.

In particolare, secondo quanto disposto dall'art. 206 del T.U.E.L.<sup>(49)</sup>, è previsto che *“quale garanzia del pagamento delle rate di ammortamento dei mutui e dei prestiti gli enti locali possono rilasciare delegazione di pagamento a valere sulle entrate afferenti ai primi tre titoli del bilancio annuale”* mentre *“per le comunità montane il riferimento va fatto ai primi due titoli dell'entrata”*. A tale fine *“l'atto di delega, non soggetto ad accettazione, è notificato al tesoriere da parte dell'ente locale e costituisce titolo esecutivo”*. Tale sistema di garanzia, così come previsto dall'art. 220 del T.U.E.L., prevede che *“a seguito della notifica degli atti di delegazione di pagamento di cui all'articolo 206 il tesoriere è tenuto a versare l'importo dovuto ai creditori alle scadenze prescritte, con comminatoria dell'indennità di mora in caso di ritardato pagamento”*.

Il sistema della delegazione di pagamento si sostanzia dunque nella concessione, da parte dell'ente pubblico ai soggetti finanziatori, di un titolo giuridico esecutivo per la soddisfazione del proprio credito, il quale, per altro, prevede procedure più snelle per il pagamento delle rate di ammortamento<sup>(50)</sup>.

---

(48) In tal senso si è espressa anche l'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari (A.I.A.F.), secondo cui *“è essenziale che l'incarico volto all'attività di “due diligence” sia conferito ad un soggetto diverso e del tutto indipendente da quello che procederà alla successiva attività di negoziazione volta alla ristrutturazione degli strumenti finanziari e/o del debito. In altri termini chi parteciperà alla selezione per l'incarico avente ad oggetto la “due diligence” (consulenza oggettiva), dovrà essere automaticamente escluso da ogni incarico relativo alla conseguente ristrutturazione”*. Cfr. A.I.A.F., *Nota di “Best Practice” riguardante le modalità di assegnazione ed i contenuti degli incarichi, da parte degli enti locali, finalizzati alla valutazione tecnica di strumenti finanziari derivati in essere*, in [www.aiaf.it](http://www.aiaf.it).

(49) *Testo Unico sugli Enti Locali*, d. lgs. n. 267 del 2000.

(50) In tal senso si vedano anche l'art. 183, comma 2, lett. b del T.U.E.L., secondo cui *“con l'approvazione del bilancio e successive variazioni, e senza la necessità di*

Giova qui ricordare come, a fronte di una mera possibilità concessa dal legislatore, l'utilizzazione di tale istituto sia divenuta prassi abituale e, si potrebbe dire, quasi doverosa, tramutando la delegazione di pagamento in una forma di privilegio assoluto, valevole anche in caso di dissesto e che, di fatto, azzeri il rischio di insoluto per le banche.

In tal senso, diversamente da quanto avviene nel settore privato, nel quale, a fronte di un vero mercato finanziario, le risorse vengono negoziate ad un tasso commisurato anche al rischio di insolvenza del finanziato e quindi alla sua solidità; nel settore pubblico, annullato tramite il sistema delle delegazioni di pagamento il reale rischio di insolvenza dell'ente, è venuta meno, per gli operatori finanziari, la necessità di valutare in concreto la solvibilità futura dell'ente, rinunciando al ruolo di controllo nella gestione dell'investimento, che, in tal modo, può risultare assolutamente incongruo alle caratteristiche del finanziato<sup>(51)</sup>.

Seppur comprensibile e giustificabile da un punto di vista teorico, il sistema delle delegazioni di pagamento sembra essersi tramutato in un disincentivo per gli istituti finanziari nel compimento di quella che dovrebbe essere un'attenta valutazione del merito creditizio degli enti, con gravi conseguenze in termini di congruità nella gestione finanziaria e di trasparenza contabile.

Con riferimento particolare ai contratti derivati, il Ministero dell'Economia e delle Finanze, con Circolare esplicativa del 22 giugno 2007 (G. U. 2 luglio 2007, n. 151), *“a seguito delle modifiche normative intervenute sugli strumenti derivati e sulla definizione di indebitamento, nonché alla luce dell'evoluzione del ricorso al mercato dei derivati da parte degli enti territoriali”*, ha ritenuto opportuno affermare espressamente la *“non applicabilità delle delegazioni di pagamento alle operazioni in derivati concluse da enti territoriali”*.

Dall'analisi complessiva della disciplina legislativa e regolamentare in materia di indebitamento e derivati per gli enti territoriali infatti, il Ministero, partendo dal presupposto che *“nessun derivato è configurabile come una*

---

*ulteriori atti, è costituito impegno sui relativi stanziamenti per le spese dovute [...]per le rate di ammortamento dei mutui e dei prestiti, interessi di preammortamento ed ulteriori oneri accessori”*, nonché l'art. 185, comma 4, del T.U.E.L., secondo cui *“Il tesoriere effettua i pagamenti derivanti da obblighi tributari, da somme iscritte a ruolo, da delegazioni di pagamento, e da altri obblighi di legge, anche in assenza della preventiva emissione del relativo mandato di pagamento. Entro quindici giorni e comunque entro il termine del mese in corso l'ente locale emette il relativo mandato ai fini della regolarizzazione”*.

(51) Così S. POZZOLI, *Assunzione di mutui e prestiti*, in *Gli strumenti derivati negli enti locali*, cit., p. XIII.

*passività*”, sottolinea come i derivati debbano essere considerati come “*strumenti di gestione del debito e non come indebitamento*”.

In particolare, “*considerato che gli strumenti derivati [...] non rientrano nella fattispecie dei mutui e prestiti né tanto meno nell’accezione più ampia della definizione di indebitamento*” deve evincersi che “*su tali prodotti non devono essere rilasciate delegazioni di pagamento*”.

Da ciò sembra corretto far discendere l’invalidità (*rectius* nullità) delle delegazioni di pagamento concesse in violazione di tale precetto, sulla base della violazione, *ex art. 1418, comma 1, c.c.*, del principio di tassatività che caratterizza l’art. 206 T.U.E.L., il quale, non essendo rimesso alla disponibilità delle parti, non può che configurarsi quale norma imperativa.