

XVI legislatura

Gli strumenti finanziari
derivati e le
cartolarizzazioni nelle
pubbliche amministrazioni

novembre 2008
n. 63



servizio studi del Senato

ufficio ricerche nei settori
economico e finanziario



Servizio Studi

Direttore Daniele Ravenna

Segreteria

tel. 6706_2451

Uffici ricerche e incarichi

Settori economico e finanziario

Capo ufficio: -----

M. Magrini _3789

Questioni del lavoro e della salute

Capo ufficio: M. Bracco _2104

Attività produttive e agricoltura

Capo ufficio: -----

Ambiente e territorio

Capo ufficio: R. Ravazzi _3476

Infrastrutture e trasporti

Capo ufficio: F. Colucci _2988

Questioni istituzionali, giustizia e cultura

Capo ufficio: -----

A. Sansò _3435

S. Biancolatte _3659

S. Marci _3788

Politica estera e di difesa

Capo ufficio: -----

A. Mattiello _2180

Questioni regionali e delle autonomie locali, incaricato dei rapporti con il CERDP

Capo ufficio: F. Marcelli _2114

Legislazione comparata

Capo ufficio: V. Strinati _3442

Documentazione

Documentazione economica

Emanuela Catalucci _2581

Silvia Ferrari _2103

Simone Bonanni _2932

Luciana Stendardi _2928

Michela Mercuri _3481

Domenico Argondizzo _2904

Documentazione giuridica

Vladimiro Satta _2057

Letizia Formosa _2135

Anna Henrici _3696

Gianluca Polverari _3567

Chiara Micelli _3521

Antonello Piscitelli _4942

I *dossier* del Servizio studi sono destinati alle esigenze di documentazione interna per l'attività degli organi parlamentari e dei parlamentari. Il Senato della Repubblica declina ogni responsabilità per la loro eventuale utilizzazione o riproduzione per fini non consentiti dalla legge. I contenuti originali possono essere riprodotti, nel rispetto della legge, a condizione che sia citata la fonte.

XVI legislatura

Gli strumenti finanziari
derivati e le
cartolarizzazioni nelle
pubbliche amministrazioni

novembre 2008
n. 63

a cura di: M. Magrini
ha collaborato: V. Satta

Classificazione Teseo: Mercato finanziario. Crediti. Borse
valori. Finanza locale. Cessione di beni.

AVVERTENZA

Il presente *dossier* costituisce un supporto documentativo per la 6^a Commissione permanente (Finanze e tesoro), in vista dello svolgimento di un'indagine conoscitiva riguardante la diffusione, nelle pubbliche amministrazioni, degli strumenti di finanza derivata e delle tecniche di cartolarizzazione.

L'elaborato consta di un inquadramento giuridico dei due istituti sopra menzionati, oltre che di un allegato di documentazione.

INDICE

1. GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	9
1.1. Inquadramento normativo	9
1.2. Alcune tipologie di strumenti finanziari derivati negoziati sul mercato regolamentato	11
1.3. Alcune tipologie di derivati <i>over the counter</i>	16
Il <i>credit default swap</i>	17
<i>Forward rate agreement</i>	18
1.4. Le obbligazioni strutturate.....	18
1.5. Gli strumenti finanziari derivati: brevi annotazioni	20
1.6. L'impiego dei derivati da parte delle regioni e degli enti locali	21
1.7. Le previsioni della legge finanziaria per il 2007.....	25
1.8. Le previsioni della legge finanziaria per il 2008.....	27
1.9. Il decreto-legge n. 112 del 2008: il divieto di stipulare contratti relativi a strumenti derivati	28
La posizione degli enti territoriali nelle trattative con gli intermediari finanziari: la direttiva MiFID.....	29
2. LE CARTOLARIZZAZIONI.....	31
2.1. Profili generali	31
La contabilizzazione delle operazioni di cartolarizzazione.....	33
2.2. La normativa italiana sulle cartolarizzazioni.....	34
2.2.1. La legge n. 130 del 1999	34
2.2.2. La cartolarizzazione dei crediti INPS.....	35
2.2.3. La cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico	36
2.2.4. La cartolarizzazione dei crediti della Cassa depositi e prestiti Spa.....	38
2.3. L'analisi della Corte dei conti	39
2.4. Le operazioni di cartolarizzazione sponsorizzate dal Ministero dell'economia e delle finanze	41

1. Gli strumenti finanziari derivati

1.1. Inquadramento normativo

Gli strumenti finanziari derivati sono strumenti finanziari il cui valore dipende (“deriva”) dall’andamento di un’attività sottostante (c.d. *underlying asset*). Le attività sottostanti possono avere natura *finanziaria* (come, ad esempio, i titoli azionari, i tassi di interesse e di cambio, gli indici) o *reale* (come, ad esempio, il caffè, il cacao, l’oro, il petrolio, ecc...).

Ai sensi del combinato disposto dei **commi 2 e 3 dell’articolo 1 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58**¹, per «strumenti finanziari derivati» si intendono:

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti (**art. 2, co. 2, lett. d**);

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto (**art. 2, co. 2, lett. e**);

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione (**art. 2, co. 2, lett. f**);

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati dalla precedente alinea che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini (**art. 2, co. 2, lett. g**);

- strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito (**art. 2, co. 2, lett. h**);

- contratti finanziari differenziali (**art. 2, co. 2, lett. i**);

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle alinee precedenti, aventi le caratteristiche

¹ *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF).*

di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini (**art. 2, co. 2, lett. j**));

- qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento a determinati valori mobiliari (per es., azioni, obbligazioni e altri titoli di debito), a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure (**art. 1, co. 1-bis, lett. d**)).

Secondo il **comma 2-bis dell'articolo 1 del TUF**, il Ministro dell'economia e delle finanze, con proprio regolamento, individua:

- gli altri contratti derivati di cui al **comma 2, lettera g**), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine;

- gli altri contratti derivati di cui al **comma 2, lettera j**), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine.

Le principali finalità associate alla negoziazione di strumenti finanziari derivati sono le seguenti:

- copertura di posizioni (*hedging*): si intende proteggere il valore di una posizione da variazioni indesiderate dei prezzi di mercato. L'utilizzo dello strumento derivato consente di neutralizzare l'andamento avverso del mercato, bilanciando le perdite/guadagni sulla posizione da coprire con i guadagni/perdite sul mercato dei derivati;

- speculazione: ossia strategie finalizzate a realizzare un profitto basato sull'evoluzione attesa del prezzo dell'attività sottostante;

- arbitraggio: quando si sfrutta un momentaneo disallineamento tra l'andamento del prezzo del derivato e quello dello strumento sottostante (destinati a coincidere all'atto della scadenza del contratto), vendendo lo strumento sopravvalutato e acquistando quello sottovalutato, ottenendo, così, un profitto privo di rischio.

Gli strumenti finanziari derivati possono essere *simmetrici* o *asimmetrici*.

Nel primo caso, entrambi i contraenti (acquirente e venditore) si impegnano ad effettuare una prestazione alla data di scadenza.

Viceversa, nei derivati *asimmetrici* soltanto il venditore è obbligato a soddisfare la volontà del compratore; nei derivati *asimmetrici*, infatti, il compratore, pagando un prezzo (c.d. *premio*), acquisisce il diritto di decidere in data futura se effettuare oppure no la compravendita del bene sottostante.

Un'ulteriore distinzione concerne i derivati *negoziati sui mercati regolamentati* ed i derivati *over-the-counter* (OTC).

I primi sono rappresentati da contratti le cui caratteristiche sono standardizzate e definite dall'autorità del mercato su cui vengono negoziati; tali caratteristiche riguardano l'attività sottostante, la durata, il taglio minimo di negoziazione, le

modalità di liquidazione, ecc...; in Italia, il mercato regolamentato degli strumenti derivati è denominato IDEM (*Italian Derivative Market*) ed è gestito da Borsa Italiana Spa². Sul mercato regolamentato circolano strumenti quali *futures*, *opzioni*, *warrants*, *covered warrants* e *ETF*.

I derivati *over-the-counter* (OTC) sono, invece, negoziati bilateralmente (direttamente tra le due parti) fuori dai mercati regolamentati; in questo caso, i contraenti possono liberamente stabilire tutte le caratteristiche dello strumento: generalmente si tratta di *swap* e *forward*.

1.2. Alcune tipologie di strumenti finanziari derivati negoziati sul mercato regolamentato

Il ***future*** è un contratto derivato negoziato su mercati regolamentati, mediante il quale acquirente e venditore si impegnano a scambiarsi una determinata quantità di una certa attività finanziaria o reale (detta attività sottostante o *underlying asset*) a un prezzo prefissato e con liquidazione differita a una data futura prestabilita. È un contratto simmetrico, in quanto entrambi i contraenti sono obbligati a effettuare una prestazione a scadenza.

Nella maggior parte dei casi, i *future* non si concludono con la consegna fisica del bene sottostante: infatti, gli operatori preferiscono “chiudere” le posizioni aperte, rivendendo un contratto *future* precedentemente acquistato o acquistando il contratto *future* precedentemente venduto; ciò consente di risparmiare sui costi di consegna. Al contrario, se il *future* giunge a scadenza, potrà essere liquidato per *cash settlement* (calcolandone il controvalore monetario) oppure potrà avvenire la consegna fisica dell’attività sottostante. In quest’ultimo caso, l’esatta quantità e qualità dei beni consegnabili sono fissate dal mercato in cui tale contratto viene scambiato.

L’attività sottostante (*underlying asset*) di un *future* può essere un’azione, un’obbligazione, un tasso di interesse a lungo termine, un tasso a breve, una valuta, un indice azionario o una merce (*commodity*).

La dimensione del contratto definisce l’ammontare che il venditore dovrà consegnare al compratore per ogni contratto stipulato.

In Italia, i *future* sono negoziati sul mercato IDEM (*Italian Derivative Market*). Esistono tre tipi di contratti:

- *S&P/Mib Futures* (contratto *future* scritto sull’indice S&P/Mib³; ogni punto indice vale 5 euro);
- *Mini S&P/Mib* (analogo al precedente, ma con un valore di 1 euro per ciascun punto indice);
- *Single Stock Futures* (*future* scritti su titoli azionari).

² Esiste anche il mercato SeDeX sul quale vengono, invece, scambiati i derivati cartolarizzati.

³ Indice azionario rappresentativo dell’andamento dei principali 40 titoli azionari (*blue chips*) quotati su MTA e MTAX.

Al fine di ridurre i rischi di insolvenza, la *Clearing House*⁴ (che in Italia è la Cassa di Compensazione e Garanzia) obbliga i contraenti a liquidare quotidianamente le posizioni aperte in *future* attraverso il meccanismo del *marking-to-market*⁵.

I *future* possono essere negoziati con tre finalità: copertura, speculazione e arbitraggio.

Le **opzioni** sono contratti derivati che attribuiscono al compratore il diritto di acquistare o vendere un'attività sottostante a (oppure entro) una certa data, a un prezzo prefissato.

Le *opzioni* sono *contratti derivati asimmetrici*, in quanto soltanto il venditore è obbligato a soddisfare le volontà del compratore; quest'ultimo, invece, detiene il diritto di decidere se esercitare o meno la facoltà implicita nel contratto.

Gli elementi caratteristici di una opzione sono:

- il sottostante (o *underlying*): esso può essere un titolo azionario, un indice, una valuta estera (o un tasso di cambio), un contratto *future*, una merce (*commodity*) oppure una qualsiasi attività finanziaria o reale. Tutte le *opzioni* scritte sul medesimo sottostante costituiscono una "serie";

- la facoltà. Le *opzioni* che conferiscono al possessore la facoltà di acquistare, in data futura, il sottostante vengono denominate *opzioni call*. Le *opzioni* che conferiscono al possessore la facoltà di vendere il sottostante vengono denominate *opzioni put*. Tutte le *opzioni* dello stesso tipo (*call* oppure *put*) costituiscono una "classe";

- la scadenza. Le *opzioni* che conferiscono al possessore il diritto di esercitare la facoltà esclusivamente il giorno che coincide con la scadenza del contratto, vengono denominate *opzioni europee*, mentre le *opzioni* che conferiscono al

⁴ La *Clearing House* è un organo di mercato che è controparte automatica e speculare (venditrice nei confronti dell'acquirente originario e acquirente nei confronti del venditore originario) di tutti i contratti stipulati in un mercato, al fine di limitare il rischio di inadempimento delle transazioni. La garanzia del buon fine delle transazioni è assicurata da due strumenti: la limitazione e la selezione dei soggetti ammessi al mercato (e, quindi, in grado di avere rapporti con la *clearing house*); la raccolta e la gestione dei margini di garanzia versati dai soggetti ammessi al mercato.

⁵ Il *marking-to-market* è un procedimento di controllo del rischio mediante il quale, alla fine di ogni giornata, la *clearing house* (CC&G) valorizza le posizioni in derivati che risultano ancora aperte, sulla base della quotazione di chiusura del contratto derivato stesso. Con tale procedura, i profitti e le perdite sui contratti derivati sono liquidate giornalmente.

Pertanto, la procedura del *marking-to-market* consiste in un calcolo giornaliero dei profitti e delle perdite associati alle posizioni su strumenti derivati aperte dagli operatori. Sulla base di tale procedura, la CC&G effettua una compensazione tra profitti e perdite relativi al conto di ogni partecipante, con corrispondente versamento dei margini. La controparte che ha subito una perdita si vede addebitare tale perdita sul conto aperto presso la CC&G. Questa somma è automaticamente accreditata alla controparte, che ha registrato un profitto. Qualora, nel caso di perdite, l'ammontare scenda al di sotto del margine di mantenimento, la CC&G richiede il reintegro di tale margine (si tratta della somma richiesta dalla Cassa di Compensazione e Garanzia per l'apertura e il mantenimento di posizioni in contratti derivati).

A meno che l'operatore non chiuda la propria posizione, profitti e perdite sono potenziali, soggetti alle variazioni delle quotazioni e sono liquidati solo alla scadenza del contratto.

possessore il diritto di esercitare la facoltà in un qualsiasi giorno entro la scadenza del contratto, vengono denominate *opzioni americane*;

- il prezzo di esercizio (*prezzo base* o *strike price*) rappresenta il prezzo al quale il possessore dell'*opzione call* oppure *put* può, rispettivamente, acquistare o vendere l'attività sottostante.

Il soggetto che acquista una *opzione* assume una posizione lunga (*long*), mentre la controparte, che vende l'*opzione*, assume una posizione corta (*short*). Esistono, pertanto, quattro tipi di posizioni sulle *opzioni*:

- una posizione lunga su una *call* (diritto di acquistare a termine il sottostante);
- una posizione lunga su una *put* (diritto di vendere a termine il sottostante);
- una posizione corta su una *call* (obbligo di vendere a termine il sottostante se la controparte ne fa richiesta);
- una posizione corta su una *put* (obbligo di acquistare a termine il sottostante se la controparte ne fa richiesta).

Dato che le *opzioni* conferiscono al loro possessore una facoltà e non un obbligo, potranno assumere un valore positivo (nel caso in cui risulti conveniente esercitare la facoltà) o, al massimo, nullo.

Le *opzioni* vengono impiegate dagli operatori con finalità di speculazione, copertura o arbitraggio. In Italia, le *opzioni* sono negoziate sul mercato IDEM (*Italian Derivative Market*).

Esistono due diverse tipologie di contratti di *opzione*:

- le *S&P/Mib options* (*opzioni* sull'indice S&P/Mib di tipo europeo);
- e le *Iso-Alfa* o *single stock options* (scritte su titoli azionari e di tipo americano).

I **warrant** sono strumenti finanziari derivati che attribuiscono al possessore il diritto di acquistare (*warrant call*) o di vendere (*warrant put*) l'attività sottostante a (oppure entro) una determinata scadenza ad un prezzo predeterminato.

Il *warrant* è uno strumento derivato molto simile ad un'opzione che conferisce al possessore una facoltà di acquisto (*call*) o di vendita (*put*) da esercitarsi a oppure entro una certa scadenza (se di tipo europeo oppure americano) su una determinata attività sottostante e ad un prezzo prefissato.

Il *warrant* (di tipo *call*) è particolarmente utilizzato dalle società al fine di rendere più appetibili le proprie obbligazioni (*obbligazioni cum warrant*) oppure al fine di raccogliere nuove risorse mediante aumenti di capitale.

Il *warrant* è uno strumento che può circolare separatamente rispetto al titolo principale e può essere negoziato sul mercato MTA⁶.

⁶ Mercato telematico azionario (MTA) gestito da Borsa Italiana Spa, in cui si negoziano azioni (azioni ordinarie, azioni privilegiate, azioni di risparmio), obbligazioni convertibili, *warrant*, diritti d'opzione e certificati rappresentativi di quote di OICR. L'MTA è un mercato *order driven*, in cui la negoziazione e lo scambio degli strumenti finanziari avvengono attraverso un meccanismo d'asta, che fa incontrare domanda e offerta: lo scambio ha luogo tra chi offre il prezzo più basso in vendita e chi offre il prezzo più alto in acquisto. I titoli sono scambiati attraverso un meccanismo a doppio lato (*two sides*): le offerte di

Il *warrant* si differenzia dall'opzione per il fatto di essere un titolo (e non un contratto), per una maggiore durata e per la mancanza di un sistema di margini⁷.

Il ***covered warrant*** è uno strumento finanziario derivato emesso da un intermediario finanziario che conferisce all'acquirente il diritto di acquistare (*covered warrant call*) o vendere (*covered warrant put*) un'attività sottostante a un prezzo prestabilito (prezzo di esercizio o *strike price*) a (o entro) una scadenza prefissata.

L'esercizio di un *covered warrant* può comportare la consegna fisica del sottostante oppure la liquidazione monetaria della differenza, se positiva, tra il prezzo dell'*underlying* e lo *strike price* (nel caso di *covered warrant call*) o della differenza, se positiva, tra lo *strike price* e il prezzo dell'*underlying* (nel caso di *covered warrant put*). Attualmente, tutti i *covered warrant* negoziati sul SeDeX⁸ prevedono la liquidazione monetaria automatica a scadenza in caso di importo differenziale positivo.

Con riferimento allo stile di esercizio, un *covered warrant* è di tipo americano se può essere esercitato in ogni momento nel corso della sua efficacia; è, invece, di tipo europeo se può essere esercitato solo a scadenza.

Il soggetto che investe in un *covered warrant call* ha delle aspettative di rialzo dell'*underlying* (analogamente all'acquirente di una opzione *call*), in quanto beneficia di un importo di liquidazione tanto più elevato quanto più alto è il valore del sottostante (viceversa per i *covered warrant put*).

Rispetto a un investimento diretto nell'attività sottostante, l'esborso monetario necessario per investire in *covered warrant* (il premio) è inferiore, ma il rischio di perdere tutto il capitale investito è molto più elevato: è sufficiente che, a scadenza, il prezzo dell'*underlying* sia inferiore allo *strike* per i *call*, viceversa per i *put*.

Al pari degli altri strumenti derivati, anche i *covered warrant* possono essere impiegati a fini di copertura dei rischi. Infatti, chi, sottoscrivendo questo strumento, acquista il diritto a ricevere (*covered warrant call*) in una data futura una merce, una somma di denaro in valuta estera o titoli, si copre dal rischio di aumento del prezzo dell'attività sottostante che ha in portafoglio. Viceversa, chi attraverso la sottoscrizione del *covered warrant* si obbliga a consegnare a termine l'attività sottostante (*covered warrant put*), si copre dal rischio di una riduzione del prezzo dell'attività sottostante.

prezzo vengono fatte sia dagli acquirenti che dai venditori delle azioni. Il sistema telematico visualizza le proposte di negoziazione all'interno di un *book* che compare sui terminali degli operatori autorizzati.

⁷ I *margin* sono le attività costituite a garanzia dai partecipanti a un sistema di controparte centrale (ossia il soggetto che, fraponendosi tra due contraenti per mezzo della novazione dell'obbligazione originaria, si costituisce come il compratore del contratto venduto e il venditore del contratto acquistato, garantendo il buon fine delle obbligazioni assunte; in Italia, le funzioni di controparte centrale sono svolte dalla Cassa di Compensazione e Garanzia). I margini proteggono la Controparte Centrale, e quindi il mercato, dall'inadempimento o *default* dei partecipanti al sistema.

⁸ Il mercato SeDeX (*Securities Derivative Exchange* o *Mercato Telematico dei Securitised Derivatives*) è il mercato gestito da Borsa Italiana Spa sul quale vengono negoziati *Covered Warrant* e *Certificate*.

Nonostante le numerose analogie con le *opzioni*, i *covered warrant* si differenziano in alcuni particolari:

- sono rappresentati da un titolo, ossia sono cartolarizzati, mentre le opzioni sono contratti;
- possono essere emessi soltanto da istituzioni bancarie (in genere banche di investimento);
- sono negoziati su un mercato a pronti e non sul mercato dei derivati;
- hanno una scadenza più elevata.

Gli ***Exchange Traded Fund*** (ETF: “fondi scambiati sul mercato regolamentato”) rappresentano una tipologia di fondi comuni o SICAV (società di investimento a capitale variabile) a *gestione passiva* (v. *infra*), negoziati in Borsa come un comune titolo azionario, attraverso una banca o un qualsiasi intermediario autorizzato.

Un ETF riassume in sé le caratteristiche proprie di un fondo e di un’azione, consentendo agli investitori di sfruttare i punti di forza di entrambi gli strumenti:

- diversificazione e riduzione del rischio propria dei fondi;
- flessibilità e trasparenza informativa della negoziazione in tempo reale delle azioni che consentono una valorizzazione immediata delle quote e conferiscono all’investitore la possibilità di utilizzarli per investimenti in un’ottica di medio-lungo, di breve o di brevissimo periodo.

Gli ETF si prestano, infatti, a diverse modalità di impiego:

- investimento di medio-lungo termine (gli ETF non hanno una scadenza);
- *trading* di breve periodo (anche *intraday*), al fine di cogliere i momenti di rialzo dell’indice *benchmark* (attraverso un acquisto e la successiva immediata vendita dell’ETF);
- vendita allo scoperto (*short selling*), con la finalità di assumere una posizione *ribassista* sull’indice *benchmark* (se il servizio è offerto dal proprio intermediario).

Uno dei principali vantaggi degli ETF consiste nella presenza di costi contenuti, in termini di commissioni di gestione a carico dell’investitore. Ciò deriva tipicamente dalla *gestione passiva*, atta a replicare esattamente l’indice del proprio *benchmark*, ossia l’indice del mercato di riferimento: ciò implica un intervento minimo dell’*asset manager*, oltre ad un basso tasso di rotazione degli investimenti (caratteristico di un portafoglio indicizzato). Le commissioni annue sono applicate proporzionalmente al periodo di detenzione degli ETF e i prezzi di acquisto e di vendita sul mercato sono già al netto di tali commissioni.

La maggior parte degli ETF sono “a distribuzione”, ossia distribuiscono i dividendi.

1.3. Alcune tipologie di derivati *over the counter*

I derivati *over-the-counter* (OTC) sono negoziati bilateralmente (direttamente tra le due parti) fuori dai mercati regolamentati: pertanto, i contraenti possono liberamente stabilire tutte le caratteristiche dello strumento.

Generalmente, i derivati *over-the-counter* sono gli *swap* e i *forward*.

Lo ***swap*** è un contratto derivato simmetrico con il quale due soggetti si impegnano a scambiare periodicamente delle somme di denaro calcolate applicando al medesimo capitale (detto *nozionale*) due diversi parametri riferiti a due diverse variabili di mercato.

Il capitale nozionale, invece, è oggetto di scambio tra le parti soltanto in alcune tipologie di *swap*.

Lo *swap* è uno strumento molto simile al *forward rate agreement* (v. *infra*), con la differenza che il contratto non prevede un unico scambio, bensì una serie di pagamenti futuri.

Gli *swap* non sono negoziati sui mercati regolamentati, ma vengono di volta in volta stipulati mediante accordi bilaterali tra le parti interessate (*mercato over the counter-OTC*).

Tali strumenti vengono utilizzati con diverse finalità: per trasformare la natura di un'attività o di una passività (ad esempio, una posizione da tasso fisso a tasso variabile o viceversa), per motivi di copertura oppure con finalità speculative.

In base al tipo di parametro o variabile di mercato si possono distinguere:

- *swap* su tassi di interesse (*interest rate swap*);
- *swap* su valute (*currency swap*);
- *swap* su merci (*commodity swap*);
- *swap* sul rischio di credito.
-

In base alla metodologia di calcolo delle somme che le parti si impegnano a scambiare, si possono distinguere:

- *fixed to fixed swap*⁹;
- *fixed to floating swap*¹⁰;
- *floating to floating swap*¹¹;
- *plain vanilla swap*¹²;

⁹ Contratto *swap*, appartenente alla categoria dei *currency swap*, in cui una controparte paga interessi a tasso fisso su una valuta e riceve dall'altra controparte interessi a tasso fisso sull'altra valuta.

¹⁰ In un *fixed to floating swap*, l'acquirente si impegna ad effettuare pagamenti calcolati applicando un tasso di interesse fisso (concordato) ad un capitale nozionale espresso in una determinata valuta, mentre la controparte si impegna ad effettuare pagamenti periodici applicando un tasso di interesse variabile ad un capitale nozionale espresso in una diversa valuta.

¹¹ In un *floating to floating swap*, l'acquirente si impegna ad effettuare pagamenti calcolati applicando un tasso di interesse variabile (concordato) ad un capitale nozionale espresso in una determinata valuta, mentre la controparte si impegna ad effettuare pagamenti periodici applicando un altro tasso di interesse variabile al capitale nozionale espresso in una diversa valuta.

- *total rate of return swap*¹³.

Il *credit default swap*

Il *credit default swap* (CDS) è un contratto *swap* appartenente alla categoria dei derivati sul rischio di credito che offre la possibilità di coprirsi dall'eventuale insolvenza di un debitore contro il pagamento di un premio periodico.

Pertanto, il CDS è un contratto con il quale il detentore di un credito (*protection buyer*) si impegna a pagare una somma fissa periodica, in genere espressa in *basis point* rispetto a un capitale nozionale, a favore della controparte (*protection seller*) che, di converso, si assume il rischio di credito gravante su quella attività nel caso in cui si verifichi un evento di *default* futuro ed incerto (*credit event*).

La somma periodica che il creditore paga è in genere commisurata al rischio e alla probabilità di insolvenza del soggetto terzo debitore.

L'aspetto fondamentale del CDS consiste nel fatto che sia il *protection buyer* che il *protection seller* possono anche non avere alcun rapporto di credito con il terzo soggetto, in quanto il contratto prescinde dalla presenza di quest'ultimo; il sottostante è unicamente il merito creditizio e non il vero e proprio credito.

Il ***forward*** è un contratto derivato con cui due parti si accordano per scambiare in una data futura una certa attività a un prezzo fissato al momento della conclusione del contratto.

Più nel dettaglio, il *forward* è un contratto di compravendita a termine negoziato OTC (*over the counter*) avente come sottostante un bene reale oppure un'attività finanziaria.

E' un contratto derivato simmetrico, poiché entrambi i contraenti sono obbligati ad effettuare una prestazione a scadenza. La parte che assume la posizione lunga si impegna ad acquistare l'attività sottostante alla data pattuita pagando il prezzo concordato; al contrario, la controparte che assume la posizione corta si impegna a vendere tale attività alla medesima data e al medesimo prezzo.

Il prezzo concordato viene detto prezzo di consegna (*delivery price*) e viene concordato all'atto della stipula del *forward* in modo tale che il valore iniziale del contratto sia nullo. Pertanto, l'assunzione di una posizione, lunga o corta, in *forward* non comporta alcun esborso monetario immediato.

¹² Contratto *swap* su tasso di interesse (*interest rate swap*), in base al quale due controparti si impegnano a scambiarsi reciprocamente un flusso di interessi a tasso fisso e uno a tasso variabile denominati nella stessa valuta.

¹³ Contratto di *swap* che permette a una parte di scambiare la serie di flussi di cassa provenienti da una posizione creditoria rischiosa o dal possesso di un'obbligazione (*reference obligation*) con una serie di flussi di cassa, versati dalla controparte, di ammontare predeterminato e senza rischio o allineati a un certo tasso di mercato (*reference rate*).

Forward rate agreement

Il *forward rate agreement* (FRA) è un contratto derivato in base al quale le parti si accordano per scambiarsi, alla scadenza del contratto, la differenza tra un tasso fisso (tasso *forward*) e un tasso variabile di mercato (*settlement rate*) moltiplicato per la durata del contratto e per il capitale nozionale. Il periodo che intercorre tra la data di stipula del contratto e la data a partire dalla quale iniziano a decorrere gli interessi è detto *grace period* (periodo di grazia), che permette di immunizzarsi contro future variazioni del tasso di interesse.

Il venditore del FRA riceverà il pagamento in base al tasso fisso ed effettuerà il versamento in base al tasso variabile, mentre il compratore incasserà il pagamento in base al tasso variabile ed effettuerà il versamento in base al tasso fisso. Dato che entrambi i contraenti sono obbligati a effettuare la propria prestazione, il FRA è un contratto derivato simmetrico.

Il FRA permette di “immunizzarsi” contro future variazioni del tasso di interesse; con il FRA è infatti possibile investire, o indebitarsi, a una data futura al tasso *forward* corrente.

La vendita del FRA permette a un soggetto che dovrà effettuare un investimento futuro di bloccare il tasso *forward* corrente. In tal modo, se al momento dell’investimento il tasso di mercato è inferiore al tasso FRA, il venditore del contratto riceve tale differenza, mentre il contrario accade se si verifica la situazione opposta. In ogni caso, l’investitore/venditore del FRA otterrà dal suo investimento futuro un rendimento pari al tasso *forward* iniziale.

Per tale motivo, il venditore di un FRA è tipicamente un soggetto che si attende (o che teme) un futuro ribasso dei tassi di interesse, viceversa il compratore di un FRA è colui che si attende (o che teme) un aumento dei tassi.

1.4. Le obbligazioni strutturate

Pare opportuno dedicare un breve cenno alle ***obbligazioni strutturate***: si tratta di titoli obbligazionari che incorporano all’interno di uno strumento di debito di tipo tradizionale un contratto derivato, solitamente di tipo opzionale (v. *supra* § 1.2.).

Più precisamente, le *obbligazioni strutturate* sono strumenti finanziari a rendimento variabile che nascono dalla combinazione di un’obbligazione ordinaria con uno o più contratti derivati.

La componente obbligazionaria garantisce il rimborso del capitale a scadenza (per l’intero valore nominale) più eventuali cedole periodiche, mentre la componente derivata determina la variabilità del rendimento.

La componente derivata può consistere in una *opzione* (in tal caso, il possessore percepirà una cedola variabile contestualmente al rimborso del capitale) oppure in uno *swap* (v. *supra* § 1.3.: in tal caso, il possessore percepirà cedole periodiche di importo variabile).

Le obbligazioni strutturate possono essere classificate in funzione sia del tipo di attività sottostante la componente derivata sia della struttura di indicizzazione (o del tipo di strumento derivato incorporato nel titolo).

In Italia, le obbligazioni strutturate più diffuse sono le *equity* o *index linked*, in genere collocate dalle compagnie assicurative sotto forma di polizze vita.

Le ***obbligazioni equity linked*** sono obbligazioni strutturate il cui rendimento è indicizzato all'andamento di una azione o di un paniere di azioni.

Esse sono costituite dall'unione di un'obbligazione ordinaria e di una *opzione call* (scritta su un titolo azionario) implicitamente venduta dall'emittente al sottoscrittore.

La componente obbligazionaria garantisce il rimborso del valore nominale a scadenza più, eventualmente, alcune cedole nel corso della vita del titolo.

La componente opzionale determina, invece, l'ammontare del premio che l'obbligazionista incassa a scadenza contestualmente al capitale investito. Tale premio è calcolato in funzione di un tasso di interesse pari al massimo tra un tasso fisso stabilito nel prospetto informativo (rendimento minimo garantito), ed il rendimento del titolo azionario sottostante realizzato nel periodo di vita dell'obbligazione.

Spesso, il rendimento minimo garantito è pari a zero, pertanto, qualora l'azione sottostante subisca un ribasso nel periodo di osservazione, l'obbligazionista non percepirà alcun interesse.

In funzione del tipo di opzione associata all'obbligazione ordinaria le *equity linked* si distinguono in:

- *equity linked plain vanilla* (il premio dipende dalla differenza, se positiva, tra il valore finale ed il valore iniziale del titolo sottostante);
- *average equity linked bond* (il premio dipende dalla differenza, se positiva, tra il prezzo medio del titolo sottostante ed il suo valore iniziale).

Le ***obbligazioni index linked*** sono obbligazioni strutturate il cui rendimento dipende dalle performance di uno o più indici di mercato.

Esse sono infatti costituite dall'unione di un'obbligazione ordinaria e di una *opzione call* scritta su un indice implicitamente venduto dall'emittente al sottoscrittore.

La componente obbligazionaria garantisce il rimborso del valore nominale a scadenza più, eventualmente, alcune cedole nel corso della vita del titolo.

La componente opzionale determina, invece, l'ammontare del premio che l'obbligazionista incassa a scadenza contestualmente al capitale investito. Tale premio è calcolato in funzione di un tasso di interesse pari al massimo tra un tasso fisso stabilito nel prospetto informativo (rendimento minimo garantito), e il rendimento dell'indice sottostante realizzato nel periodo di vita dell'obbligazione.

Spesso il rendimento minimo garantito è pari a zero, pertanto, qualora l'indice subisca un ribasso nel periodo di osservazione, l'obbligazionista non percepirà alcun interesse.

In funzione del tipo di opzione associata all'obbligazione ordinaria le *index linked* si distinguono in:

- *index linked plain vanilla* (il premio dipende dalla differenza, se positiva, tra il valore finale ed il valore iniziale dell'indice);
average index linked bond (il premio dipende dalla differenza, se positiva, tra il prezzo medio dell'indice sottostante ed il suo valore iniziale).

1.5. Gli strumenti finanziari derivati: brevi annotazioni

La diffusione degli strumenti finanziari derivati è fenomeno recente, che s'inquadra nell'elaborazione di strategie finanziarie volte a permettere ai soggetti operanti sul mercato di garantirsi da rischi finanziari connessi alla loro attività o di realizzare una gestione attiva dell'indebitamento, adeguandolo all'evoluzione delle condizioni di mercato per fruire delle opportunità derivanti dalle oscillazioni dei tassi d'interesse.

Un accorto impiego di questi strumenti può consentire, infatti, di modificare le caratteristiche del debito esistente, ristrutturandolo in maniera conveniente e riducendo, per conseguenza, l'esposizione complessiva, senza estinguerlo anticipatamente o rinegoziarne le condizioni (operazioni che possono essere, in talune circostanze, onerose o impossibili).

Ad esempio, attraverso un contratto di *interest rate swap* è possibile ottenere su un debito a tasso d'interesse fisso effetti corrispondenti all'applicazione di un tasso variabile, o viceversa, ovvero mutare l'indice di riferimento per un debito contratto a tasso d'interesse variabile, o, ancora, modificare i tempi di pagamento degli interessi o del capitale.

L'operazione può servire per ristrutturare l'intero debito pregresso oppure quote di esso, ad esempio per diversificarne le caratteristiche in modo da ridurre il rischio complessivo. La diversificazione può riferirsi a tre elementi: tipo d'indicizzazione (tasso fisso o variabile con differenti indici); scadenza (breve, media, lunga); divisa (valuta nazionale o estera)¹⁴.

Le descritte operazioni finanziarie possono risultare, per converso, svantaggiose qualora le scelte operate si fondino su un'analisi erronea.

Può, infatti, verificarsi che le scelte compiute non siano corrispondenti alla struttura di attività e passività del bilancio del soggetto che le compie, sia perché, invece di diversificare la struttura del debito ne accentuino gli squilibri, sia perché, nel determinare le date per la regolazione periodica dei flussi di

¹⁴ Le decisioni a ciò relative si fondano su una tecnica di gestione integrata dell'attivo e del passivo (cosiddetto *asset liability management*) che prevede un'analisi articolata in quattro passaggi: determinazione del rischio complessivo attuale, mediante raccolta dei dati sulla struttura del bilancio che individui, in un periodo pluriennale, le conseguenze derivanti dalla scadenza delle attività e delle passività in esso presenti; effetto di possibili variazioni dei tassi d'interesse nel periodo considerato; confronto tra il rischio effettivo risultante dalle analisi suddette con il rischio voluto, ossia il livello di rischio che s'intende affrontare; eventuale introduzione di strumenti finanziari volti a ridurre l'esposizione al rischio, tenendo conto anche dei costi dei relativi contratti.

pagamento, non siano stati adeguatamente considerati gli andamenti di cassa delle parti (con conseguente rischio di mancanza di liquidità).

I rischi tipici di queste operazioni sono il rischio legato alle variazioni di valore degli indici di riferimento o delle attività sottostanti, e il rischio di credito¹⁵.

L'applicazione di queste tecniche alla finanza degli enti territoriali (regioni ed enti locali) è assai recente, poiché in precedenza l'indebitamento di essi consisteva in mutui contratti con la Cassa depositi e prestiti (a tasso fisso) o con istituti bancari (a tassi stabiliti entro i limiti massimi fissati dall'autorità di Governo).

1.6. L'impiego dei derivati da parte delle regioni e degli enti locali

Nell'ambito delle disposizioni che regolano il finanziamento delle spese di investimento degli enti locali, contenute nel **testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali (TUEL)**¹⁶, l'**articolo 205** autorizza gli enti locali¹⁷ a contrarre prestiti obbligazionari nelle forme consentite dalla legge.

L'emissione di titoli obbligazionari da parte degli enti territoriali – quindi, oltre agli enti locali, anche delle regioni - è disciplinata dall'**articolo 35 della legge 23 dicembre 1994, n. 724 (provvedimento collegato alla legge finanziaria per il 1995)** e dal regolamento emanato con **decreto del Ministro del tesoro 5 luglio 1996, n. 420**.

La disciplina consente a regioni, province, comuni e unioni di comuni, città metropolitane, comunità montane e consorzi tra enti locali territoriali di deliberare l'emissione di prestiti obbligazionari destinati in via esclusiva al

¹⁵ Il primo si concreta, per i contratti di *swap*, in un andamento dei tassi d'interesse diverso dalle previsioni sulla cui base è stata impostata l'operazione. Esso risulta tanto maggiore quanto più lungo è l'orizzonte temporale del rapporto, che rende difficile prevedere gli andamenti futuri dei tassi e, quindi, la convenienza delle scelte da operarsi inizialmente. Per il suo contenimento possono essere utilizzate opzioni *cap* e *collar*, che accrescono ovviamente il costo del contratto. Qualora l'andamento del mercato sia diverso da quello atteso, è inoltre possibile valutare la convenienza dell'uscita da un'operazione di *swap*, che può realizzarsi attraverso un'operazione di effetto contrario (*reversing*), ovvero con la cessione ad un terzo (*assigning*) o, infine, mediante un accordo con la controparte per porre termine al contratto dietro pagamento del suo valore di mercato (*unwinding*).

Il secondo si riferisce alla possibilità d'insolvenza della controparte con cui è stato stipulato il contratto. Esso può venire stimato sulla base del merito di credito (*rating*) di tale soggetto. Nell'esecuzione del contratto, è minore se i termini per la regolazione dei flussi di pagamento delle due parti coincidono (con versamento del solo differenziale). Sul complesso dei rapporti contrattuali può venire limitato attraverso un'opportuna diversificazione delle controparti.

¹⁶ Decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267.

¹⁷ Si tratta di comuni, province, città metropolitane, comunità montane, comunità isolate, unioni di comuni e consorzi cui partecipano enti locali, con esclusione di quelli che gestiscono attività aventi rilevanza economica ed imprenditoriale (articolo 2 del d. lgs. n. 267 del 2000).

finanziamento degli investimenti¹⁸. È esplicitamente previsto il divieto di finanziare spese di parte corrente.

Per quanto riguarda le regioni, la **legge n. 724 del 1994** rinvia alla disciplina contenuta nell'**articolo 10 della legge 16 maggio 1970, n. 281**, in base alla quale la facoltà di emettere titoli obbligazionari deve essere esercitata mediante apposita legge regionale di autorizzazione entro precisi limiti quantitativi e contabili.

Il **regolamento del Ministro del tesoro n. 420 del 1996**, oltre a determinare le caratteristiche dei titoli obbligazionari e i criteri e le procedure che gli enti emittenti sono tenuti ad osservare per la raccolta del risparmio¹⁹, definisce altresì l'ammontare delle commissioni di collocamento da corrispondere agli intermediari autorizzati e i criteri di quotazione sul mercato secondario²⁰.

Relativamente alle emissioni in valuta, l'**articolo 2 del medesimo regolamento emanato con il decreto del Ministro del tesoro 5 luglio 1996, n. 420**, prescrive la copertura del rischio di cambio mediante una corrispondente operazione di *swap* che trasformi, per l'emittente, l'obbligazione in valuta estera in un'obbligazione in valuta nazionale, senza introdurre elementi di rischio. L'operazione dovrà essere effettuata da intermediari di provata affidabilità ed esperienza nel settore, con riferimento anche alla valutazione loro assegnata dalle maggiori agenzie di *rating*.

Il **comma 1 dell'articolo 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448 (legge finanziaria per il 2002)** - al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di consentire la vigilanza sugli andamenti della finanza pubblica - ha conferito al Ministero dell'economia e delle finanze una funzione generale di coordinamento, con riferimento all'accesso al mercato dei capitali da parte di regioni, enti locali e consorzi tra enti territoriali²¹.

¹⁸ Le obbligazioni possono essere emesse esclusivamente a fronte di un preciso investimento chiaramente individuato e il ricavo netto dell'emissione deve essere pari alla somma prevista nel quadro economico del progetto o delle acquisizioni che si intendono effettuare.

¹⁹ È opportuno sottolineare che l'indebitamento mediante titoli degli enti territoriali si configura come *raccolta di risparmio*, definita dall'articolo 11, comma 1, del testo unico bancario (d. lgs. n. 385 del 1993) come l'attività che si esercita attraverso l'acquisizione di fondi con obbligo di restituzione sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma. L'elemento qualificante della fattispecie è pertanto costituito dall'obbligo della restituzione, che vale a distinguere la raccolta di risparmio in oggetto dalla raccolta di risparmio cosiddetto "di rischio". Più specifico è invece il criterio che individua la nozione di "sollecitazione del pubblico risparmio", che presuppone un'operatività limitata ai mercati regolamentati.

²⁰ Il mercato secondario è quello su cui ha luogo lo scambio di titoli già in circolazione. Infatti, su un mercato mobiliare, le attività finanziarie oggetto di scambio sono strumenti finanziari negoziabili di prima emissione (mercato primario) oppure già in circolazione (mercato secondario).

²¹ A tal fine, i predetti enti sono tenuti a comunicare periodicamente allo stesso Ministero i dati relativi alla propria situazione finanziaria. La definizione del contenuto e delle modalità del coordinamento, nonché dell'invio dei dati sono demandate ad un decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, recante, altresì, le norme relative all'ammortamento del debito e all'utilizzo degli strumenti derivati da parte dei succitati enti. A questo adempimento si è provveduto con il **decreto dei Ministri dell'economia e delle finanze e dell'interno 1° dicembre 2003, n. 389**.

I **commi 2 e 3** hanno modificato la disciplina dell'emissione di titoli obbligazionari e della contrazione di mutui da parte degli enti territoriali, al fine di rimuovere alcuni vincoli che sembravano aver condizionato l'utilizzazione di tali strumenti di finanziamento.

In particolare, il **comma 2** – diversamente da quanto indicato dalla legislazione previgente, informata ad un sistema di ammortamento con rimborso graduale di quote di capitale e interessi – ha previsto la possibilità di emettere titoli obbligazionari e di contrarre mutui con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza (c.d. struttura *bullet*).

In questo caso, l'ente territoriale, al momento dell'emissione o dell'accensione, dovrà costituire un fondo di ammortamento del debito (*sinking fund*) reinvestibile, ovvero concludere operazioni di *swap* per l'ammortamento del debito (*amortizing swap*), in base alle quali l'ente s'impegna a pagare rate di ammortamento e la controparte a corrispondere rate d'interesse più il capitale alla scadenza.

Questi metodi tendono, tra l'altro, a garantire una maggiore flessibilità alle politiche di spesa e una più efficiente comparabilità finanziaria dei buoni ordinari del comune (BOC) con altri strumenti d'investimento. La disposizione in esame contiene l'espresso riferimento a strumenti finanziari derivati, il cui impiego viene così ad essere previsto nella finanza degli enti territoriali.

Il **comma 3** ha abrogato il **primo periodo del comma 6 dell'articolo 35 della legge 23 dicembre 1994, n. 724**, nonché l'**articolo 3** del regolamento emanato con **decreto del Ministro del tesoro 5 luglio 1996, n. 420**.

In tal modo, sono stati eliminati l'obbligo di emissione alla pari, prima vigente per i titoli obbligazionari degli enti territoriali, riconoscendosi agli enti stessi la facoltà di emettere prestiti caratterizzati da uno scarto di emissione, e l'obbligo di trasmettere al Ministero del tesoro-Direzione generale del tesoro (ora Ministero dell'economia e delle finanze) e, per conoscenza, al Ministero dell'interno, un'apposita comunicazione, che era condizione necessaria per il collocamento del prestito.

Varie disposizioni sono contenute nel regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle regioni, degli enti locali e dei consorzi tra enti territoriali, emanato **con decreto dei Ministri dell'economia e delle finanze e dell'interno 1° dicembre 2003, n. 389**.

Tale regolamento prevede, all'**articolo 1**, che le province, i comuni, le unioni di comuni, le città metropolitane, le comunità montane e isolane, i consorzi tra enti territoriali e le regioni comunichino entro il giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre di ogni anno al Dipartimento del tesoro del Ministero dell'economia e delle finanze i dati relativi all'utilizzo netto di forme di credito a breve termine presso il sistema bancario, ai mutui accesi con soggetti esterni alla pubblica amministrazione, alle operazioni derivate concluse e ai titoli obbligazionari emessi nonché alle operazioni di cartolarizzazione concluse. Il coordinamento dell'accesso dei predetti enti ai mercati dei capitali è svolto dal Ministero dell'economia e delle finanze, limitatamente alle operazioni di finanziamento a medio e lungo termine o di cartolarizzazione di importo pari o superiore a 100 milioni di euro. A tal fine, gli enti comunicano le caratteristiche dell'operazione in preparazione al Dipartimento del tesoro che, entro dieci giorni, può indicare, con determinazione motivata, il momento più opportuno per l'attuazione

dell'operazione. In mancanza, l'operazione potrà essere conclusa entro venti giorni dalla conferma della ricezione della comunicazione, nei casi di emissioni obbligazionarie eseguite sul mercato, e nei termini indicati dagli enti in tutti gli altri casi. Restano escluse dalla comunicazione preventiva le operazioni di provvista con oneri a carico del bilancio dello Stato, per le quali si applicano le specifiche disposizioni di legge. Nel caso di operazioni soggette al controllo del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR), gli emittenti invieranno i dati simultaneamente al Dipartimento del tesoro e al CICR, e l'eventuale formulazione di osservazioni da parte del Dipartimento del tesoro dovrà avere luogo prima dell'autorizzazione rilasciata dal CICR. L'**articolo 2** reca disposizioni sull'ammortamento del debito. L'**articolo 3** riguarda, specificamente, le operazioni in strumenti derivati.

Ulteriori precisazioni sono state fornite dal **Ministero dell'economia e delle finanze** mediante la **circolare 27 maggio 2004**.

In primo luogo, è stato chiarito che sono sottoposte all'applicazione delle norme del regolamento soltanto le operazioni derivate effettuate e gli ammortamenti costituiti dagli enti territoriali successivamente alla data della sua entrata in vigore (4 febbraio 2004). Sono state inoltre enunziate alcune linee guida. Il criterio dell'attività di coordinamento dell'accesso al mercato svolta dal Ministero è stato individuato nella finalità di evitare la sovrapposizione di più soggetti pubblici sullo stesso segmento di mercato in un ristretto arco temporale, che potrebbe andare a detrimento delle condizioni di finanziamento. Per i criteri d'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, la circolare precisa che il merito di credito (*rating*) deve essere certificato dalle agenzie riconosciute a livello internazionale, indicando attualmente: Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings. Si raccomanda, altresì, di vincolare la scadenza degli investimenti alla durata del fondo di ammortamento. Gli enti sono invitati a considerare il costo totale dell'emissione obbligazionaria sia nella forma "con rimborso unico a scadenza del capitale" sia nella forma "*amortising*", e a valutare la relazione tra tale differenza di costo e il maggiore rischio derivante dalla costituzione del fondo o dello *swap* per l'ammortamento. La circolare ricorda altresì che le emissioni con rimborso unico, ancorché associate ad uno *swap* di ammortamento, pesano per l'intero ammontare fino alla scadenza ai fini delle rilevazioni del debito pubblico operate dall'Ufficio statistico delle Comunità europee (Eurostat).

Dettagliate indicazioni sono fornite circa le tipologie di operazioni derivate ammesse. Oltre agli *swap* di tasso di cambio a copertura del rischio di cambio nel caso di indebitamento in valuta, sono consentite le operazioni espressamente indicate nelle **lettere da a) a d) dell'articolo 3, comma 2, del regolamento di cui al d.m. n. 389 del 2003**, da intendersi nella forma «*plain vanilla*»²².

In base alla menzionata **circolare del 27 maggio 2004**, non sono ammessi gli strumenti derivati che contengano leve o moltiplicatori dei parametri finanziari (ad esempio, pagare due volte il tasso Euribor), né operazioni derivate riferite ad

²² Nello *swap plain vanilla* una delle controparti riceve periodicamente (di solito ogni semestre) un pagamento variabile legato ad un indice (ad es. Libor), e paga un tasso d'interesse fisso (ad es., il rendimento di una particolare categoria di titoli di Stato aumentato di un differenziale).

altre operazioni derivate preesistenti, in base alla considerazione che nessun derivato è configurabile come una passività.

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.

Infine, atteso il rischio inerente all'attività in derivati, la circolare raccomanda agli enti di fare altresì riferimento alle norme del **regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, adottato dalla CONSOB con delibera del 1° luglio 1998** e successive modificazioni (in particolare, **articoli da 25 a 31**)²³ e al "Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari" ad esso allegato (Allegato n. 3).

1.7. Le previsioni della legge finanziaria per il 2007

I **commi da 736 a 738 dell'articolo 1 della legge finanziaria per il 2007 (legge n. 296 del 2006)** contengono disposizioni in materia di indebitamento degli enti locali tramite l'utilizzo di strumenti finanziari derivati.

In materia, sono intervenute le **circolari esplicative del Ministero dell'economia e delle finanze 31 gennaio 2007**²⁴ e **22 giugno 2007, n. 6301**²⁵.

Il **comma 736** è diretto a ridurre l'utilizzo, da parte di regioni ed enti locali²⁶, di strumenti finanziari derivati per le operazioni di gestione del debito.

Il comma in esame afferma che le operazioni di gestione del debito tramite strumenti derivati, effettuate da regioni ed enti locali, devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato. È stabilito, inoltre, che le suddette operazioni possano essere concluse solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al rischio di credito assunto.

²³ Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari, adottato con la delibera 1° luglio 1998, n. 11522, modificato – da ultimo – dalla delibera n. 15961 del 30 maggio 2007.

²⁴ Pubblicata in G.U. n. 29 del 5 febbraio 2007.

²⁵ Pubblicata in G.U. n. 151 del 2 luglio 2007.

²⁶ Si tratta di comuni, province, città metropolitane, comunità montane, comunità isolate, unioni di comuni e consorzi cui partecipano enti locali, con esclusione di quelli che gestiscono attività aventi rilevanza economica ed imprenditoriale (articolo 2 del d. lgs. n. 267 del 2000).

I **commi 737 e 738** introducono obblighi di comunicazione a carico delle regioni e degli enti locali che pongano in essere operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e operazioni in strumenti derivati.

Ai sensi del **comma 737**, che introduce i **commi 2-bis e 2-ter nell'articolo 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448 (legge finanziaria per il 2002)**, le regioni e gli enti locali, prima della sottoscrizione di contratti relativi alle operazioni sopra indicate, devono trasmetterli al Ministero dell'economia e delle finanze-Dipartimento del tesoro.

La trasmissione è elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti stessi.

Sono espressamente confermate le disposizioni di cui al citato **d. m. n. 389 del 2003**²⁷ in materia di controllo sull'andamento delle operazioni. La norma si applica a partire dal 1° gennaio 2007.

L'**articolo 1 del D.M. n. 389 del 2003**, concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte degli enti locali e delle regioni, prevede che tali soggetti comunichino entro il giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre di ogni anno al Ministero dell'economia e delle finanze-Dipartimento del tesoro i dati relativi all'utilizzo netto di forme di credito a breve termine presso il sistema bancario, ai mutui accesi con soggetti esterni alla pubblica amministrazione, alle operazioni derivate concluse e ai titoli obbligazionari emessi, nonché alle operazioni di cartolarizzazione concluse.

Il coordinamento dell'accesso dei predetti enti ai mercati dei capitali è svolto dal Ministero dell'economia e delle finanze limitatamente alle operazioni di finanziamento a medio e lungo termine o di cartolarizzazione di importo pari o superiore a 100 milioni di euro. A tal fine, gli enti comunicano le caratteristiche dell'operazione in preparazione al Dipartimento del tesoro. Nel caso di operazioni soggette al controllo del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR), gli emittenti invieranno i dati simultaneamente al Dipartimento del tesoro e al CICR, e l'eventuale formulazione di osservazioni da parte del Dipartimento del tesoro dovrà avere luogo prima dell'autorizzazione rilasciata dal CICR.

Il nuovo **comma 2-ter** stabilisce che le operazioni di cui al nuovo **comma 2-bis** (operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e operazioni in strumenti derivati) che violano la vigente normativa siano comunicate alla Corte dei conti per l'adozione dei provvedimenti di sua competenza.

Il **comma 738** stabilisce che gli enti tenuti alle comunicazioni di cui al citato **articolo 41 della legge n. 448 del 2001** debbano conservare, per almeno cinque anni, elenchi aggiornati contenenti i dati di tutte le operazioni finanziarie e di indebitamento soggette all'obbligo di comunicazione. L'organo di revisione

²⁷ *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, ai sensi dell'articolo 41, comma 1, della legge 28 dicembre 2001, n. 448.*

dell'ente territoriale vigila sul corretto e tempestivo adempimento dell'obbligo da parte degli enti vigilati.

Gli obblighi di comunicazione a carico di regioni ed enti locali, previsti dal citato **articolo 41**, sono quelli di cui nuovo **comma 2-bis**, introdotto dal precedente **comma 737**, e l'obbligo di comunicare periodicamente al Ministero dell'economia e delle finanze i dati relativi alla propria situazione finanziaria, al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di vigilare sugli andamenti di finanza pubblica.

1.8. Le previsioni della legge finanziaria per il 2008

I **commi da 381 a 384 dell'articolo 1 della legge finanziaria per il 2008 (legge n. 244 del 2007)** riguardano i contratti su strumenti finanziari derivati.

Il **comma 381** dispone che i contratti su strumenti finanziari derivati, sottoscritti da regioni ed enti locali, devono essere informati alla massima trasparenza.

Il **comma 382** demanda ad un decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, da emanare sentite la Consob e la Banca d'Italia, il compito di indicare le informazioni che devono recare i contratti su strumenti finanziari, anche derivati, sottoscritti da regioni ed enti locali, nonché il compito di specificare le indicazioni secondo le quali tali contratti devono essere redatti.

La disposizione non indica il termine entro cui deve essere emanato il decreto. Attualmente, il decreto non risulta emanato.

Il Ministero dell'economia e delle finanze sarà quindi tenuto a verificare la conformità dei contratti al predetto decreto ministeriale.

Il **comma 383** stabilisce che la regione o l'ente locale sottoscrittore dello strumento finanziario debba attestare espressamente di aver preso piena considerazione:

- dei rischi dello strumento proposto;
- delle caratteristiche dello strumento proposto.

E' inoltre stabilito che l'ente pubblico territoriale debba evidenziare gli oneri e gli impegni finanziari derivanti dal contratto in apposita nota allegata al bilancio.

Ai sensi del **comma 384**, il rispetto di quanto previsto dai **commi 382 e 383** è elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti.

La norma di chiusura recata dal **comma 384** in esame parrebbe significare - qualificando il rispetto di quanto previsto dai **commi 382 e 383** in termini di <<elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti>> - che il contratto stipulato tra l'ente territoriale e la sua controparte avente ad oggetto strumenti finanziari anche derivati non

debba ritenersi nullo ovvero annullabile anche ove non siano rispettate le disposizioni recate dai **commi 382 e 383**.

Il mancato rispetto di tali norme impedirebbe, infatti, soltanto il dispiegarsi dell'efficacia del contratto.

Pertanto, un adeguamento successivo dell'ente territoriale alle prescrizioni recate dai **commi 382 e 383** consentirebbe al contratto, di per sé valido, di produrre anche gli effetti suoi propri.

Il **comma 384** prevede, altresì, che la violazione delle norme introdotte dai precedenti commi vada comunicata alla Corte dei conti, che sarà tenuta ad adottare i provvedimenti rientranti nella sua competenza.

1.9. Il decreto-legge n. 112 del 2008: il divieto di stipulare contratti relativi a strumenti derivati

L'**articolo 62** (*Contenimento dell'uso degli strumenti derivati e dell'indebitamento delle regioni e degli enti locali*) del decreto-legge n. 112 del 2008²⁸ vieta alle regioni, alle province autonome di Trento e Bolzano ed agli enti locali:

- la stipula di contratti relativi agli strumenti finanziari derivati, fino ad una nuova regolamentazione governativa;
- il ricorso all'indebitamento attraverso contratti che non prevedano modalità di rimborso con rate di ammortamento comprensive di capitale ed interessi;
- l'emissione di titoli con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza.

Il **comma 01** prevede che le norme in esame costituiscano principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica ai sensi degli **articoli 117, terzo comma, e 119, secondo comma, della Costituzione**.

La Corte costituzionale (sentenza n. 280 del 2004) ha ricordato che non tutte le disposizioni che si autoqualificano "principi della legislazione dello Stato" sono tali e (sentenza n. 50 del 2005) che l'interprete deve valutare la presenza di "principi fondamentali" senza essere condizionato in modo decisivo da eventuali autoqualificazioni. In analoga occasione, la Corte (sentenze n. 283 del 2004 e n. 349 del 1991) ha negato che il carattere di norma fondamentale di riforma economico-sociale potesse discendere dalla mera autoqualificazione.

²⁸ *Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria*, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 133 del 2008.

Il **comma 1**, reca, ai fini del contenimento dell'indebitamento di regioni ed enti locali, il divieto per le regioni, le province autonome di Trento e Bolzano e gli enti locali:

- di stipulare contratti relativi agli strumenti finanziari derivati;
- di ricorrere all'indebitamento attraverso contratti che non prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento comprensive di capitale e interessi;
- di emettere titoli obbligazionari o altre passività con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza.

Nel caso di contratti di mutuo che prevedano il sistema di ammortamento con rimborso di quote di capitale e interessi, la norma fissa la durata massima dei piani di ammortamento in trenta anni, ivi comprese eventuali operazioni di rifinanziamento o rinegoziazione ammesse dalla legge.

A tale riguardo, si segnala che già **legge finanziaria per il 2005 (legge n. 311 del 2004, art. 1, co. 70)**, attraverso una novella all'**articolo 41, comma 2, primo periodo, della legge n. 448 del 2001**, aveva eliminato la possibilità per gli enti territoriali di poter contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza.

Il divieto opera comunque per un anno dalla data di entrata in vigore del decreto-legge in esame (25 giugno 2008) e, successivamente, fino alla data di entrata in vigore di un apposito regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze – da emanarsi previo parere della Banca d'Italia e della Consob – a cui è rimessa l'individuazione della tipologia di strumenti finanziari derivati che possono essere stipulati dagli enti territoriali.

Con il medesimo decreto saranno altresì stabiliti i criteri e le condizioni per la conclusione delle relative operazioni.

Il decreto ministeriale non risulta attualmente emanato.

Il **comma 3** fa salve le disposizioni in materia di indebitamento delle regioni, delle province autonome di Trento e Bolzano e degli enti locali che non siano in contrasto con le disposizioni del presente articolo.

**La posizione degli enti territoriali nelle trattative con gli intermediari finanziari:
la direttiva MiFID**

Nel corso della XV legislatura, è stato emanato il **d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164²⁹**, finalizzato a recepire nell'ordinamento nazionale la direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 (c.d. direttiva MiFID – *Market*

²⁹ Attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE e abroga la direttiva 93/22/CEE, pubblicato nel Supplemento Ordinario n. 234 alla Gazzetta Ufficiale 8 ottobre 2007.

in *Financial Instruments Directive*).

Le norme contenute nella direttiva 2004/39/CE costituiscono un passo importante verso la costruzione di un mercato azionario europeo integrato: le imprese d'investimento godranno effettivamente di un "passaporto unico" e gli investitori beneficeranno del medesimo livello di protezione in qualsiasi sistema europeo d'intermediazione mobiliare.

Tra le varie previsioni recate dalla direttiva MiFID e dal d. lgs. di recepimento, si segnalano – ai fini del presente studio - le disposizioni relative alla classificazione della clientela. Sul punto, la direttiva individua tre tipologie di clientela cui riconosce gradi di protezione diversificati:

1. i clienti al dettaglio (*retail*), che sono protetti da tutte le regole di comportamento previste dalla direttiva (*test* di adeguatezza e appropriatezza³⁰, *best execution*, obblighi in materia di gestione degli ordini dei clienti, doveri di informazione nei confronti dei clienti);

2. i clienti professionali, che beneficiano di *standard* di protezione comunque elevati (attenuati principalmente per quanto riguarda i flussi informativi dall'impresa e alcune presunzioni circa la loro esperienza finanziaria nei *test* di adeguatezza e appropriatezza);

3. le controparti qualificate, a cui non si applica la maggior parte delle regole di comportamento (solo nella prestazione dei servizi di ricezione trasmissione ed esecuzione di ordini e di negoziazione per conto proprio). Un cliente classificato come controparte qualificata o cliente professionale ha comunque il diritto di richiedere all'impresa il trattamento più protetto da cliente al dettaglio.

Secondo la bozza del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze attuativo del nuovo articolo 6, comma 2-*sexies*, del d. lgs. n. 58 del 1998 (*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria-TUF*)³¹, soltanto le regioni potranno essere automaticamente considerate dagli intermediari come "clienti professionali".

Per gli altri enti pubblici (per es. i comuni e le province), gli intermediari finanziari italiani – ma anche quelli esteri operanti in Italia – dovranno, prima di proporre prodotti finanziari altamente rischiosi, verificare l'esistenza dei seguenti requisiti:

1. entrate risultanti dall'ultimo bilancio approvato superiori a quaranta milioni di euro;

2. aver effettuato operazioni finanziarie di valore nominale o nozionale complessivo superiore a cento milioni di euro nel corso dell'anno precedente la stipulazione del contratto;

3. presenza in organico di personale qualificato addetto alla gestione finanziaria dell'ente.

³⁰ Attraverso il *test* di adeguatezza, il cliente deve dare informazioni sulla disponibilità patrimoniale e sulla propensione al rischio; con il *test* di appropriatezza, il cliente deve dimostrare di conoscere ciò che vuole comprare.

³¹ In base a tale disposizione, il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, individua con regolamento i clienti professionali pubblici, nonché i criteri di identificazione dei soggetti pubblici che, su richiesta, possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta.

³² Il decreto ministeriale non risulta attualmente emanato.

Gli intermediari dovranno, inoltre, effettuare una valutazione adeguata delle competenze, dell'esperienza e delle conoscenze del responsabile della gestione finanziaria presso l'ente³².

2. Le cartolarizzazioni

2.1. Profili generali

Il termine *securitization* indica una complessa operazione economico-finanziaria, nata negli anni Settanta negli Stati Uniti, che consente al titolare di uno o più crediti di finanziarsi, ricorrendo al mercato dei capitali: infatti, attività preesistenti (*assets*), normalmente rappresentate da crediti, vengono convertite in titoli negoziabili, ossia in strumenti finanziari liquidabili sul mercato secondario³³.

Il requisito imprescindibile per avviare un'operazione di *securitization* è la titolarità, in capo al soggetto finanziato (*originator*) di uno o più crediti, anche futuri. Ogni impresa può attivare una *securitization*, ma la maggior parte delle operazioni vengono realizzate da banche o da altri intermediari finanziari.

I crediti vengono "collateralizzati", ossia destinati a soddisfare in via esclusiva i diritti di categorie di creditori precisamente individuate, tra cui i diritti di credito degli investitori che hanno sottoscritto gli strumenti finanziari al cui rimborso, comprensivo di capitale e interessi, vengono destinate le somme derivanti dall'incasso dei crediti.

Quello che deve caratterizzare il credito perché sia oggetto di *securitization* è la sua attitudine a generare flussi monetari (*cash flow*), che possano permettere il soddisfacimento dei diritti di credito vantati dagli investitori.

I crediti oggetto di cartolarizzazione vengono trasferiti – dietro corrispettivo – dal patrimonio dell'*originator* a quello di un diverso soggetto, indicato con il nome di *special purpose vehicle* (SPV), ossia una società-veicolo a scopo limitato (o a destinazione speciale), così definita perché non può esercitare altra attività economica se non quella di cartolarizzazione dei crediti, che si limita ad emettere strumenti finanziari destinati ad essere rimborsati esclusivamente con le somme ricavate dall'incasso dei crediti ceduti di cui la stessa società si è resa cessionaria.

Tale trasferimento mette al riparo i crediti, che devono essere destinati al soddisfacimento degli investitori, dal possibile coinvolgimento nelle vicende patrimoniale dell'*originator*; essi vengono, pertanto, sottratti all'azione esecutiva dei creditori di quest'ultimo (il trasferimento deve essere opponibile ai creditori e, più in generale, agli aventi causa del cedente).

³³ Il mercato secondario è quello su cui ha luogo lo scambio di titoli già in circolazione. Infatti, su un mercato mobiliare, le attività finanziarie oggetto di scambio sono strumenti finanziari negoziabili di prima emissione (mercato primario) oppure già in circolazione (mercato secondario).

La cessione dei crediti è *pro soluto*, con la conseguenza che i titoli emessi non sono mai rappresentativi di alcun credito verso l'*originator*, il quale non risponde dell'insolvenza dei debitori ceduti.

L'acquisto dei crediti ad opera della società-veicolo li mette al riparo da eventuali azioni esecutive dei creditori del cedente e dal possibile coinvolgimento nel fallimento di quest'ultimo e costituisce la garanzia per il soddisfacimento dei diritti degli investitori; per tale motivo, la società-veicolo provvederà, nella generalità dei casi, ad acquistare i crediti prima dell'emissione degli strumenti finanziari. Tale acquisto è reso possibile mediante l'erogazione di un finanziamento "ponte" (*bridge-loan*) erogato da una banca, che viene subito rimborsato con i mezzi finanziari derivanti dal collocamento dei titoli.

La società-veicolo è una società che normalmente viene costituita in funzione della realizzazione di una singola operazione di *securitization*, dotata di personalità giuridica, che ha mezzi propri del tutto sproporzionati rispetto al capitale di credito raccolto sul mercato e che ha funzioni meramente strumentali, consistenti nel consentire la destinazione dei crediti al soddisfacimento dei diritti degli investitori, attraverso la costituzione di un patrimonio "separato" in capo ad un soggetto che, non svolgendo attività imprenditoriale, è meno esposto al rischio di insolvenza.

La società-veicolo è normalmente partecipata da un soggetto completamente estraneo al cedente (*orphan*), allo scopo di porre i crediti al di fuori dell'attivo patrimoniale di quest'ultimo.

I titoli emessi nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione sono riconducibili a due tipologie, con riguardo al rapporto fondamentale sottostante all'emissione: le emissioni di titoli *pass through* e l'emissione di titoli *pay through*.

Nel modello *pass through*, il portafoglio crediti viene costituito in un *trust* presso la società-veicolo; attraverso la sottoscrizione di certificati di partecipazione, gli investitori diventano titolari di una quota del *trust fund*, rappresentativa di un certo numero di crediti, ossia direttamente creditori dei debitori ceduti; il rimborso dei titoli è strettamente correlato temporalmente all'incasso dei crediti, al punto che, il rimborso anticipato di un credito ceduto comporta l'immediato rimborso di una quota di capitale dei titoli emessi dallo *special purpose vehicle*.

Nel modello *pay through*, i crediti vengono trasferiti ad uno *special purpose vehicle*, il quale emette strumenti finanziari la cui sottoscrizione permette di reperire il corrispettivo per l'acquisto dei crediti.

I titoli *pay through* incorporano un diritto di credito nei confronti dello *special purpose vehicle* emittente e il diritto degli investitori è sempre correlato temporalmente alla scadenza dei crediti.

Infine, si segnalano anche i titoli *asset backed securities* (ABS)³⁴ che incorporano un diritto di natura obbligatoria nei confronti dell'emittente; tuttavia, il diritto al rimborso degli investitori è svincolato dalla scadenza dei crediti ceduti.

La contabilizzazione delle operazioni di cartolarizzazione

Come specificato dall'Ufficio statistico delle Comunità europee (Eurostat), affinché le operazioni di *securitization* comportino effetti benefici sui conti pubblici, devono consistere in una vendita di *assets* già iscritti in bilancio.

Secondo Eurostat, non è ammessa la cartolarizzazione di flussi futuri (come, per es., quelli derivanti dalle scommesse delle lotterie); altresì, in presenza di particolari tipologie di garanzie – quali quelle offerte dagli strumenti finanziari derivati – può essere compromesso l'effettivo trasferimento del rischio relativo ai cespiti ceduti ed ai relativi benefici sui conti pubblici. Per un analogo motivo, sono da evitare quelle tecniche che non comportano una completa fuoriuscita dei beni cartolarizzati, come, ad esempio, il *sale and lease-back*³⁵.

Altresì, il valore dell'emissione dei titoli non può essere inferiore – al netto di eventuali sconti – all'85% del valore di mercato del portafoglio ceduto; da ultimo, la società-veicolo deve essere un soggetto autonomo dal governo.

³⁴ Gli ABS sono strumenti finanziari i cui flussi (in termini di interessi e di capitale) sono collegati ai flussi di cassa associati ad un *pool* di strumenti segregati. Si tratta, più nel dettaglio, di strumenti emessi, a fronte di operazioni di cartolarizzazione, da un particolare intermediario denominato *special purpose vehicle* (SPV). Questo intermediario emette ABS per finanziare l'acquisto del portafoglio di attività oggetto dell'operazione di cartolarizzazione, per cui viene ad esistere un legame diretto tra le attività presenti nel portafoglio segregato e le ABS: i flussi di cassa provenienti dagli *asset* presenti nel portafoglio ceduto vengono utilizzati per rimborsare interessi e valore nominale dei titoli emessi dallo SPV. L'attivo segregato, ossia il portafoglio sottostante l'operazione di cartolarizzazione, può essere costituito da mutui ipotecari, prestiti, obbligazioni, crediti commerciali, crediti derivanti da carte di credito o altro ancora.

In funzione della tipologia di attivo sottostante, le ABS possono essere classificate in:

- *credit loan obligation* (il portafoglio è costituito da prestiti bancari);
- *collateralized bond obligation* (il portafoglio è costituito da *junk bond*);
- *collateralized debt obligation* (il portafoglio è costituito da obbligazioni, strumenti di debito e titoli in generale);
- *collateralized mortgage obligation* (il portafoglio è costituito da mutui ipotecari su immobili residenziali);
- *commercial mortgage backed security* (il portafoglio è costituito da mutui ipotecari su immobili commerciali).

³⁵ Operazione finanziaria in base alla quale un bene viene alienato dal proprietario ad un'impresa di *leasing*, che si impegna a concederlo in godimento al venditore stesso e a riconoscergli un diritto di riscatto, trascorso un periodo determinato di tempo.

³⁶ Il comma 17 è stato modificato – da ultimo – dall'art. 62, co. 3-bis, del d.-l. n. 112 del 2008 (*Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria*), convertito, con modificazioni, dalla legge n. 133 del 2008.

³⁷ Secondo l'art. 119, co. 6, Cost., le regioni e gli enti locali possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare le spese di investimento. E' esclusa ogni garanzia dello Stato sui prestiti dagli stessi contratti.

Secondo l'**art. 3, co. 17, della legge n. 350 del 2003 (legge finanziaria per il 2004)**³⁶, per le regioni a statuto ordinario e per gli enti locali costituiscono indebitamento, agli effetti dell'**articolo 119, sesto comma, della Costituzione**³⁷:

- l'assunzione di mutui;
- l'emissione di prestiti obbligazionari;
- le cartolarizzazioni di flussi futuri di entrata;
- le cartolarizzazioni con corrispettivo iniziale inferiore all'85% del prezzo di mercato dell'attività oggetto di cartolarizzazione valutato da un'unità indipendente e specializzata;
- le operazioni di cartolarizzazione accompagnate da garanzie fornite da amministrazioni pubbliche;
- le cartolarizzazioni e le cessioni di crediti vantati verso altre amministrazioni pubbliche nonché, sulla base dei criteri definiti in sede europea dall'Ufficio statistico delle Comunità europee (Eurostat), l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate.

Non costituiscono indebitamento, agli effetti del **art. 119 Cost.**, 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.

Modifiche alle predette tipologie di indebitamento sono disposte con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, sentito l'Istat, sulla base dei criteri definiti in sede europea.

2.2. La normativa italiana sulle cartolarizzazioni

2.2.1. La legge n. 130 del 1999

La tecnica della *securitization* corrisponde all'istituto giuridico della *cartolarizzazione*, disciplinata, in Italia, dalla **legge 30 aprile 1999, n. 130**³⁸.

Tale legge prevede la creazione di una società di cartolarizzazione (**art. 1, co. 1, lett. a), e art. 3, co. 1**), con la funzione di acquistare i crediti interessati dall'operazione e di emettere (o di far emettere) i corrispondenti titoli di credito; è altresì stabilito che le somme pagate dai debitori ceduti a tale società siano destinate al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altra società, per finanziare l'acquisto di tali crediti, nonché al pagamento dei costi dell'operazione di cartolarizzazione (**art. 1, co. 1, lett. b)**).

Pertanto, l'oggetto delle operazioni di cartolarizzazione era originariamente limitato ai crediti pecuniari, comprensivi di qualunque credito in denaro esistente o futuro, con l'unica limitazione riguardante l'individuabilità in blocco della

³⁸ *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti.*

massa creditizia, qualora l'operazione fosse riferita ad una pluralità di crediti (**art. 1, co. 1**).

La disciplina introdotta dalla **legge n. 130 del 1999** – pur cercando di contemplare le più diffuse tipologie di operazioni di cartolarizzazione – assegna un ruolo centrale al modello c.d. *pay through* (v. *supra* §. 2.1.), che si caratterizza per la cessione di uno o più crediti ad una società-veicolo, che li acquista finanziandosi sul mercato mediante emissione di strumenti finanziari destinati ad essere collocati presso investitori anche non istituzionali.

L'**articolo 7** della legge prevede che operazioni di cartolarizzazione possano essere realizzate anche attraverso l'erogazione di un finanziamento al soggetto titolare dei crediti da parte della società-veicolo (**lett. a**) o mediante cessione dei crediti ad un fondo comune di investimento (**lett. b**).

Con un'integrazione apportata dal **decreto-legge n. 35 del 2008** (c.d. *decreto sulla competitività*)³⁹, sono stati introdotti nella legge n. 130 gli **articoli 7-bis e 7-ter**, che disciplinano l'emissione delle obbligazioni bancarie garantite (c.d. *covered bonds*).

In tale operazione, che si affianca alla cartolarizzazione tradizionale, i crediti che vengono ceduti ad una società-veicolo costituiscono un patrimonio separato all'interno della società e offrono una garanzia aggiuntiva all'investitore, che può fare affidamento anche sul patrimonio dell'emittente.

L'*originator* – che in questo tipo di operazione è anche emittente – può essere solo una banca e la cessione può avere ad oggetto soltanto una tipologia ben individuata di crediti: crediti fondiari o ipotecari e crediti verso le pubbliche amministrazioni o garantiti dalle stesse, anche individuabili in blocco; oppure titoli derivanti da cartolarizzazioni aventi ad oggetto crediti della medesima natura.

2.2.2. La cartolarizzazione dei crediti INPS

Anche prima dell'entrata in vigore della **legge n. 130 del 1999**, la cartolarizzazione dei crediti era un istituto presente nell'ordinamento italiano: infatti, l'**art. 13 della legge n. 448 del 1998**⁴⁰ (**legge finanziaria per il 1999**) aveva disciplinato la cartolarizzazione dei crediti dell'INPS.

Tale articolo attiene alla cartolarizzazione dei crediti contributivi vantati dall'INPS (inclusi interessi, sanzioni e somme aggiuntive) maturati e maturandi fino al 31 dicembre 2005, ceduti a titolo oneroso ed in massa.

Si tratta di una cessione di crediti *pro soluto*, essendo l'INPS tenuta a garantire l'esistenza dei crediti al tempo del cessione, ma non la solvenza dei debitori ceduti.

³⁹ *Disposizioni urgenti nell'ambito del Piano di azione per lo sviluppo economico, sociale e territoriale*, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 80 del 2005.

⁴⁰ *Misure di finanza pubblica per la stabilizzazione e lo sviluppo*.

Il ruolo di società-veicolo è assegnato ad una società per azioni avente per oggetto esclusivo l'acquisto e la cartolarizzazione dei crediti: la società-veicolo potrà finanziare le operazioni di acquisto dei crediti mediante emissione di titoli oppure contrazione di prestiti, che potranno beneficiare, in tutto o in parte, della garanzia dello Stato.

L'articolo 15 della legge n. 448 del 1998 reca una disciplina analoga per la cartolarizzazione dei crediti di imposta e contributivi dello Stato.

Per la precisione, si autorizza il Ministero dell'economia e delle finanze a costituire o a promuovere la costituzione, anche attraverso soggetti terzi, di una società a responsabilità limitata con capitale sociale iniziale di 10.000 euro avente ad oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti d'imposta e contributivi ovvero di altri crediti dello Stato e di altri enti pubblici. Ai crediti futuri sono assimilati altri proventi di natura non tributaria appartenenti allo Stato.

2.2.3. La cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico

La cartolarizzazione dei crediti è divenuta lo strumento principale per realizzare il programma di dismissione del patrimonio immobiliare pubblico, attraverso il **d.-l. n. 351 del 2001**⁴¹.

Tra i profili salienti della normativa, si segnala l'esigenza di procedere ad una ricognizione del patrimonio immobiliare, da effettuarsi attraverso l'Agenzia del demanio con propri decreti dirigenziali volti ad individuare i beni oggetto di dismissione.

Il contenuto del **d.-l. n. 351 del 2001** ricalca la disciplina delle operazioni di cartolarizzazione previste, per i crediti dello Stato, dall'**articolo 15 della legge n. 448 del 1998**, da cui si differenzia per la natura degli *assets* oggetto di cartolarizzazione, costituiti dai proventi derivanti dalla dismissione del patrimonio immobiliare dello Stato e degli altri enti pubblici (**art. 2, co. 1**).

Ai fini dell'attivazione della cartolarizzazione, i cespiti immobiliari sono venduti ad un soggetto terzo: si tratta di una società-veicolo avente la natura di società a responsabilità limitata, appositamente costituita dal Ministero dell'economia e delle finanze (o su promozione di questo), con capitale iniziale di 10 mila euro ed avente quale oggetto sociale esclusivo <<la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione del patrimonio immobiliare dello Stato e degli altri enti pubblici>> (**art. 2, co. 1**).

Il patrimonio immobiliare pubblico è ceduto alla predetta società-veicolo, dietro corresponsione, a titolo definitivo, di un prezzo iniziale, sostenuto grazie a finanziamenti bancari o all'emissione di titoli obbligazionari.

⁴¹ *Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare*, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 410 del 2001.

Il rimborso dei titoli emessi e dei finanziamenti ottenuti è garantito dai proventi realizzati dalla successiva vendita dei beni oggetto della dismissione, operata dalla società-veicolo a mezzo di aste ovvero di strumenti ad evidenza pubblica che devono incentivare il confronto concorrenziale e, dunque, il conseguimento dei maggiori ricavi possibili.

A conclusione della vendita, agli enti originariamente proprietari dei beni dismessi spetta la parte residua del prezzo; si tratta, evidentemente, di una parte eventuale, dipendente dal differenziale tra ricavi netti della vendita e somme dovute a rimborso dei capitali, degli interessi e degli altri oneri connessi all'operazione di cartolarizzazione.

Il compimento delle singole operazioni concrete è demandato ad un apposita Società di cartolarizzazione degli immobili pubblici (c.d. SCIP). Tale procedura ha il vantaggio di assicurare all'erario un'entrata immediata di liquidità, garantendo alla SCIP i tempi tecnici necessari per esercitare adeguate procedure competitive che consentano di massimizzare il profitto derivante dall'operazione di dismissione.

Alla disciplina recata dal **d.-l. n. 351 del 2001**, hanno fatto seguito le norme di cui al **d.-l. n. 63 del 2002**⁴² e alla **legge n. 289 del 2002 (legge finanziaria per il 2003)**.

Con il **d.-l. n. 63 del 2002**, è stata prevista la costituzione della società "Patrimonio dello Stato Spa", con capitale sociale pari a 1.000.000 di euro detenuto interamente dal Ministero dell'economia e delle finanze e suscettibile di trasferimento a società interamente controllate dal Ministero stesso (**art. 7**). Alla Patrimonio dello Stato Spa possono essere trasferiti <<diritti pieni o parziali su beni immobili facenti parte del patrimonio disponibile e indisponibile dello Stato, sui beni immobili facenti parte del demanio dello Stato e comunque sugli altri beni compresi nel conto generale del patrimonio dello Stato [...], ovvero ogni altro diritto costituito a favore dello Stato>>.

Tale società può effettuare le operazioni di cartolarizzazione disciplinate dal **d.-l. n. 350 del 2001**.

In seguito, con la **l. n. 289 del 2002 (legge finanziaria per il 2003)**, la cartolarizzazione è stata estesa al patrimonio immobiliare di regioni, province e comuni. Tali enti territoriali sono stati autorizzati a costituire o a promuovere la costituzione di società a responsabilità limitata con capitale iniziale di 10.000 euro, aventi <<ad oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione dei rispettivi patrimoni immobiliari>> (**art. 84, co. 1**).

⁴² *Disposizioni finanziarie e fiscali urgenti in materia di riscossione, razionalizzazione del sistema di formazione del costo dei prodotti farmaceutici, adempimenti ed adeguamenti comunitari, cartolarizzazioni, valorizzazione del patrimonio e finanziamento delle infrastrutture*, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 112 del 2002.

Le singole fasi della cartolarizzazione sono disciplinate dai **commi 1, 2, 4, 6 e 7 dell'art. 2 del d.-l. n. 351 del 2001**, in quanto compatibili (**art. 84, co. 2**).

Si rileva l'ampliamento – da parte dell'**art. 84, co. 6** – del novero dei soggetti con facoltà di ricorso alla cartolarizzazione, prevedendosi l'applicabilità dell'istituto anche ai <<beni immobili degli enti pubblici strumentali di regioni, province, comuni ed altri enti locali che ne facciano richiesta all'ente territoriale di riferimento, e ai beni immobili delle aziende sanitarie locali e delle aziende ospedaliere>>. Tali enti non possono operare direttamente la dismissione del proprio patrimonio: i relativi beni immobili devono, infatti, essere trasferiti a titolo oneroso agli enti territoriali di riferimento con atto pubblico o scrittura privata autenticata; saranno poi gli enti territoriali a realizzare le operazioni di cartolarizzazione, ai sensi della medesima disposizione (**art. 84, co. 6**).

2.2.4. La cartolarizzazione dei crediti della Cassa depositi e prestiti Spa

Sempre con riferimento ad operazioni di cartolarizzazione, si ricorda che l'**articolo 8 del d.-l. n. 63 del 2002**⁴³ - parzialmente modificato dall'**art. 5, co. 26, del d.-l. n. 269 del 2003**⁴⁴ - ha attribuito alla Cassa depositi e prestiti (Cdp) la facoltà di cartolarizzare i beni e diritti (in particolare i crediti) ad essa spettanti in virtù delle operazioni di finanziamento effettuate.

Più precisamente, il **d.-l. n. 269 del 2003** – il cui **art. 5** ha trasformata la Cdp in società per azioni – ha previsto che la Cassa depositi e prestiti possa emettere titoli garantiti da un patrimonio formato da propri beni e rapporti giuridici.

In tal modo, la Cdp è potuta accedere al mercato dei capitali con la prima emissione di c.d. *covered bonds*, ossia obbligazioni garantite da crediti derivanti da mutui concessi ad enti territoriali.

Si ricorda che la Cassa depositi e prestiti Spa ha la missione istituzionale di favorire lo sviluppo degli investimenti pubblici, delle opere infrastrutturali destinate alla fornitura dei servizi pubblici a carattere locale e delle grandi opere di interesse nazionale, assicurando un adeguato ritorno economico agli azionisti, preservando in modo durevole l'equilibrio economico-finanziario e patrimoniale e, allo stesso tempo, garantendo la tutela del patrimonio ambientale.

Il capitale sociale della Cdp è posseduto per il 70% dal Ministero dell'economia e delle finanze-Dipartimento del tesoro, mentre il restante 30% è di proprietà di varie fondazioni bancarie.

⁴³ *Disposizioni finanziarie e fiscali urgenti in materia di riscossione, razionalizzazione del sistema di formazione del costo dei prodotti farmaceutici, adempimenti ed adeguamenti comunitari, cartolarizzazioni, valorizzazione del patrimonio e finanziamento delle infrastrutture*, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 112 del 2002.

⁴⁴ *Disposizioni urgenti per favorire lo sviluppo e per la correzione dell'andamento dei conti pubblici*, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 326 del 2003.

2.3. L'analisi della Corte dei conti⁴⁵

Un'approfondita analisi giuridico-economica sulle operazioni di cartolarizzazione realizzate in Italia è contenuta in una **Relazione della Corte dei conti del 21 marzo 2006**⁴⁶.

Con la suddetta Relazione, la magistratura contabile ha verificato, a consuntivo, i principali aspetti delle operazioni di alienazione dei crediti previdenziali e immobiliari condotte nel periodo 1999-2005 (obiettivo, suo grado di conseguimento e capacità di *governance* delle strutture amministrative incaricate della gestione).

Dall'indagine, emerge che le decisioni di alienare sono state assunte <<perché necessario ed urgente agire per ridurre l'indebitamento e/o il debito>>, senza un'accurata analisi costi/benefici e scegliendo di contenere la pressione fiscale e ridurre la spesa pubblica con una misura non strutturale e a rischio trasparenza.

<<In ragione della mancata messa in opera di un adeguato meccanismo di monitoraggio>> - eccepisce infatti la Corte - <<sono rimasti aperti rilevanti problemi di soddisfacente ricostruzione contabile di alcune operazioni, così come sono rimasti senza risposta interrogativi relativi alle dimensioni dei costi>>.

Inoltre, valutando i risultati ottenuti in termini di costi/benefici contabilizzati, la Corte rileva che i circa 57,8 miliardi di ricavi conseguiti a fronte di portafogli complessivamente cartolarizzati per circa 129,2 miliardi hanno potuto contribuire al miglioramento dei conti pubblici <<solo in parte>>, in ragione dei criteri di contabilizzazione stabiliti dall'Eurostat:<<tenendo conto anche dei corrispettivi differiti, l'apporto alla riduzione del debito è stato, infatti, di 15,9 miliardi ed alla riduzione dell'indebitamento netto di 10,2 miliardi>>.

Infine, la magistratura contabile - pur riconoscendo che l'ampio ricorso all'*outsourcing* nella gestione strategica di operazioni così complesse sia stato indispensabile - lamenta che essa, essendosi svolta tutta all'esterno dell'amministrazione, <<non abbia prodotto significativi effetti di trasposizione all'interno delle amministrazioni di modelli organizzativi ed operativi innovativi>>.

⁴⁵ I giudizi e le valutazioni riportate in questo paragrafo sono testualmente riprese dalla relazione della Corte dei conti del 21 marzo 2006, redatta dall'Ufficio di controllo sulla gestione dei Ministeri economico-finanziari.

⁴⁶ La relazione - di cui si riporta uno stralcio nell'allegato al presente *dossier* - è reperibile integralmente al seguente indirizzo *internet*: http://www.corteconti.it/Ricerca-e-1/Gli-Atti-d/Controllo-/Documenti/Sezione-ce1/Anno-20061/Adunanza-c/Del.-21_03_06.doc_cvt.htm.

La tabella che segue – tratta dalla Relazione della Corte – reca un prospetto informativo sulle operazioni di cartolarizzazione degli attivi pubblici in Italia condotte nel periodo 1999-2005.

Le operazioni di cartolarizzazione di attivi pubblici in Italia: portafogli ceduti, corrispettivi riscossi ed effetti sui saldi di finanza pubblica (in milioni)

OPERAZIONI	PORTAFOGLIO CEDUTO	CORRISPETTIVI			Effetti netti al momento dell'effettuazione dell'operazione (d)	
		INIZIALE	DIFFERITO	TOTALE	DEBITO	INDEBITAMENTO NETTO
INPS (a)	84.910,30	20.904		20.904	4.211	0
INPS 1	48.492,70	4.647		4.647	-4.647	0
INPS 2	5.035,20	1.710		1.710	1.262	0
INPS 3	5.455,70	3.000		3.000	1.427	0
INPS 4	11.424,50	2.999		2.999	2.999	0
INPS 5	8.502,20	3.549		3.549	3.549	0
INPS 6	6.000,00	4.999		4.999	4.999	0
INAIL	4.184,26	1.349	352	1.701	-1.349	0
SCIP 1	5.099,50	2.300		2.300	-2.300	0
SCIP 2	7.797,10	6.637		6.637	6.637	6.637
FIP	3.300,00	2.987	592	3.579	2.987	2.987
LOTTO-ENALOTTO (b)	13.464,76	2.997	10.417	13.414	-3.000	0
CASSA DEPOSITI E PRESTITI INPDAP-PRESTITI PERSONALI (c)	3.600,00	3.200		3.200	3.200	0
INPDAP-MUTUI (c)	4.722,91	4.230		4.230	4.230	0
MAP MIUR PRESTITI PER LA RICERCA (c)	560,00	539		539	0	0
MAP	1.560,05	1.279		1.279	1.279	0
MIUR	826,40	681				
	733,65	598				
TOTALE	129.198,88	46.422	11.361	57.783	15.895	9.624

Note:

(a): per le operazioni sui crediti INPS è difficile disaggregare l'importo del corrispettivo, in quanto - a partire da INPS 2 - lo stesso è dato dalla somma del corrispettivo relativo ai nuovi crediti ceduti, del fondo di liquidità - per le prime tre operazioni - e dell'importo a titolo di anticipazione di parte del corrispettivo finale. Il portafoglio ceduto di INPS 1 è comprensivo dei crediti dell'Istituto fino al 1999.

(b): il portafoglio ceduto corrisponde ai proventi netti versati alla SPV (società-veicolo).

(c): il portafoglio ceduto viene aggiornato di continuo per l'immissione di crediti aggiuntivi. Per i mutui INPDAP verso le Amministrazioni locali, l'effetto netto è pari a zero, in quanto gli effetti positivi della cartolarizzazione sono compensati dal maggior debito a cui sono ricorsi gli enti locali per rimborsare l'SPV.

(d) Fonte: Dipartimento tesoro: a) gli incassi relativi a INPS 2 e INPS 3 sono stati solo parzialmente riconosciuti a beneficio del debito. In particolare per INPS 3 con il riferimento all'importo dei nuovi crediti ceduti alla data di cessione (18 luglio 2002) e sulla quota di riserve accantonate sulle serie 4, 5 e 6 che saranno svincolate a rimborso dei titoli delle dette serie; b) l'incasso relativo a SCIP 2 è stato interamente riconosciuto; c) il beneficio relativo a INPS 4 è quantificato sulla base del valore dei crediti ceduti ed inseriti in bilancio da INPS fino alla data di cessione (18 luglio 2003), più i crediti maturandi nella restante parte del 2003, anche se il prezzo di cessione di questi ultimi sarà corrisposto dalla SCCI ad INPS solo a dicembre 2005.

La mancanza di segno equivale a segno positivo ed indica un miglioramento, il segno meno un peggioramento

*: 16.487 tenendo conto per il FIP anche del prezzo differito

** : 10.216 tenendo conto per il FIP anche del prezzo differito

FONTI: per portafoglio ceduto, elaborazioni Corte dei conti su dati del Dipartimento del tesoro. Per corrispettivi ed effetti di finanza pubblica, elaborazioni Corte dei conti su dati del Dipartimento del tesoro e rettifiche ISTAT.

2.4. Le operazioni di cartolarizzazione sponsorizzate dal Ministero dell'economia e delle finanze⁴⁷

A fini riepilogativi – e senza pretese di esaustività - si segnala, da ultimo, che le operazioni di cartolarizzazione sponsorizzate dal 1999 ad oggi dal Ministero dell'economia e delle finanze-Dipartimento del tesoro sono state organizzate in tre programmi, distinti a seconda della natura delle attività sottostanti cedute:

1. Programma di cartolarizzazione di immobili (società S.C.I.P.);

Si tratta delle operazioni SCIP 1 e SCIP 2, che trovano la loro legittimazione normativa nel più volte citato **d.-l. n. 351 del 2001**⁴⁸, nonché nel **d.-l. n. 41 del 2004**⁴⁹.

Sul punto, si rinvia alle Relazioni ministeriali riportate nell'allegato al presente *dossier*.

2. Programma di cartolarizzazione dei crediti delle pubbliche amministrazioni (società S.C.I.C.);

Ci si riferisce alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti dell'INPDAP, nonché a operazioni di cartolarizzazione volte a finanziare progetti di ricerca del Ministero dell'istruzione, università e ricerca e del Ministero delle attività produttive (*rectius*: dello sviluppo economico).

⁴⁷ I dati riportati in questo paragrafo sono reperibili sul sito *internet* del Ministero dell'economia e delle finanze-Dipartimento del tesoro, al seguente indirizzo: <http://www.dt.tesoro.it/Aree-Docum/Cart/index.htm>.

⁴⁸ *Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare*, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 410 del 2001.

⁴⁹ *Disposizioni in materia di determinazione del prezzo di vendita di immobili pubblici oggetto di cartolarizzazione*, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 104 del 2004.

3. Programma di cartolarizzazione di crediti contributivi dell'INPS (società S.C.C.I.).

Si tratta delle operazioni comprese sotto i programmi da “INPS 1” a “INPS 6”, che trovano il loro principale fondamento normativo nell'**articolo 13 della già citata legge n. 448 del 1998**⁵⁰.

Sul punto, si rinvia alle Relazioni ministeriali riportate nell'allegato al presente *dossier*.

⁵⁰ *Misure di finanza pubblica per la stabilizzazione e lo sviluppo.*

Ultimi dossier del Servizio Studi

51	Schede di lettura	Atto del Governo n. 33. "Schema di decreto ministeriale recante definizione delle classi dei corsi di laurea delle professioni sanitarie infermieristiche e ostetrica, della riabilitazione, tecniche e della prevenzione"
52	Testo a fronte	Atto del Governo n. 34. "Schema di decreto ministeriale recante definizione delle classi dei corsi di laurea magistrale delle professioni sanitarie"
53	Schede di lettura	Disegno di legge A.S. n. 1061 "Conversione in legge del decreto-legge 29 settembre 2008, n. 150, recante proroga della partecipazione italiana a missioni internazionali per l'anno 2008"
54	Schede di lettura	Disegno di legge A.S. n. 1108 "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 1° settembre 2008, n. 137, recante disposizioni urgenti in materia di istruzione e università"
55	Testo a fronte	Testi a fronte dei disegni di legge AA. SS. nn. 437, 709, 799, 926, 940 e 1084 in materia di banche popolari
56	Testo a fronte	I disegni di legge AA.SS. nn. 276, 330, 397, 398, 480, 510 e 1029 in materia di disciplina dell'attività venatoria
57	Dossier	Aspetti di rilievo costituzionale del federalismo fiscale
58	Dossier	Spunti informativi attinenti alla ricerca sul nucleare
59	Schede di lettura	Disegno di legge A.S. 1078 "Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee - Legge comunitaria 2008"
60	Dossier	Libano
61	Schede di lettura	Disegno di legge A.S. n. 1152 "Conversione in legge del decreto-legge 23 ottobre 2008, n. 162: adeguamento prezzi materiale da costruzione; sostegno autotrasporto, agricoltura e pesca professionale; finanziamento G8 e adempimenti tributari sisma 1997"
62	Schede di lettura	Disegni di legge AA. SS. nn. 125, 674, 756, 776, 1027, 1079 e 1093 in materia di prostituzione

Il testo del presente dossier è disponibile in formato elettronico PDF su Internet, all'indirizzo www.senato.it, seguendo il percorso: "Leggi e documenti - dossier di documentazione - Servizio Studi - Dossier".