



FinPA

Osservatorio
Amministrazione
e Finanza Pubblica

Strumenti derivati e Pubblica Amministrazione

Prof.ssa Elisa D'Alterio

Indice

1. Il caso
2. La disciplina di riferimento
3. Le problematiche



FinPA
Osservatorio
Amministrazione
e Finanza Pubblica

Il caso



FinPA
Osservatorio
Amministrazione
e Finanza Pubblica

Viene concluso un accordo quadro tra un istituto di credito e il comune di Eldorado per la stipulazione di contratti in derivati finanziari.

In questo accordo, è inclusa una clausola che consente all'istituto, all'avverarsi di determinate condizioni, di chiudere anticipatamente il rapporto negoziale con l'ente.

Quest'ultimo sottoscrive nel tempo vari strumenti finanziari, nell'ambito di quanto stabilito dal predetto accordo. Tuttavia, successivamente, l'istituto ottiene l'interruzione di alcuni contratti con l'ente e la ristrutturazione di altri, facendo valere la predetta clausola.

Il caso



FinPA
Osservatorio
Amministrazione
e Finanza Pubblica

Alla luce di tali fatti, la procura regionale della Corte dei conti avvia un procedimento di accertamento della responsabilità amministrativa in capo all'istituto di credito e ad alcuni dirigenti dell'ente, riconoscendo che dalle condotte di tali soggetti sia derivato un danno patrimoniale.

Secondo la procura, il danno deriva dall'illecita negoziazione, chiusura anticipata e contestuale ristrutturazione di alcuni strumenti finanziari derivati.

I dirigenti dell'ente, in particolare, sarebbero colpevoli di avere sottoscritto contratti derivati ad alto rischio speculativo e inidonei a consentire il fine di ristrutturazione del debito pubblico, così esponendo le pubbliche finanze al grave rischio di ingenti perdite.

Le questioni



FinPA
Osservatorio
Amministrazione
e Finanza Pubblica

- Perché gli enti pubblici concludono contratti relativi a strumenti derivati?
- Ci sono limiti? E quale è la disciplina?
- L'attività di sottoscrizione di tali contratti è soggetta a controllo?
- Come può definirsi il rapporto tra l'amministrazione e l'istituto di credito?
- Che cosa si intende per «riserva di amministrazione»? Quale natura hanno le scelte finanziarie, come quelle che riguardano la gestione del debito pubblico?

La disciplina

I caratteri generali



P.A. e derivati finanziari

Che cosa sono i derivati?

Dal sito della Consob

I prodotti derivati si chiamano in questo modo perché il loro valore **deriva** dall'andamento del valore di una attività ovvero dal verificarsi nel futuro di un evento osservabile oggettivamente. L'attività, ovvero l'evento, che possono essere di qualsiasi natura o genere, costituiscono il "**sottostante**" del prodotto derivato.

Tali strumenti sono utilizzati, principalmente, per tre **finalità**:

- ridurre il rischio finanziario di un portafoglio preesistente (finalità di **copertura** o, anche, hedging);
- assumere esposizioni al rischio al fine di conseguire un profitto (finalità **speculativa**);
- conseguire un profitto privo di rischio attraverso transazioni combinate sul derivato e sul sottostante tali da cogliere eventuali differenze di valorizzazione (finalità di **arbitraggio**).

P.A. e derivati finanziari



FinPA
Osservatorio
Amministrazione
e Finanza Pubblica

Nel settore pubblico, l'unica finalità ammessa è:

- la **ristrutturazione e copertura del debito pubblico**. Non possono essere svolte attività speculative.

Quindi, le pubbliche amministrazioni possono, in linea di principio, concludere questo tipo di contratti per la gestione del debito pubblico, a fini migliorativi.

«Il problema più complesso dei derivati è, da sempre, quello della determinazione del loro **valore** o, meglio della sua **stima**. E' un aspetto particolarmente importante e, nello stesso tempo, critico, in quanto richiede complesse attività di analisi»
(Consob).

P.A. e derivati finanziari



Sia a livello nazionale, sia a livello territoriale la gestione della finanza pubblica e, quindi, anche la formazione del debito pubblico sono sottoposte all'osservanza di rigorosi parametri europei: il ricorso a strumenti derivati da parte delle pubbliche amministrazioni non è dispensato dal rispetto di tali vincoli.

Sebbene originariamente gli strumenti finanziari derivati non fossero stati inclusi nel debito pubblico, successivamente è stato chiarito che i derivati debbano essere inclusi nel debito in modo costante su tutti gli anni di durata del contratto e che la contabilizzazione debba prevedere il trattamento dell'eventuale *up-front* come prestito (e non come maggiore entrata).

P.A. e derivati finanziari



Con il SEC2010 i flussi d'interesse relativi a strumenti derivati sono stati classificati tra le operazioni di natura finanziaria, non potendo più incidere a fini riduttivi sull'indebitamento netto ma potendo, invece, alimentare la voce del debito pubblico nel caso di poste configurabili come prestiti:

«[...] le operazioni di ristrutturazione di swap devono essere considerate come una chiusura del vecchio contratto e una contestuale apertura di uno nuovo. Pertanto, se il nuovo contratto ha un valore di mercato negativo per il Tesoro, come avviene nel caso dell'off-market swap, esso deve essere classificato come un prestito e incluso nel debito pubblico, così come il valore di mercato del contratto di swap che nasce dall'esercizio delle swaption».

Si è osservato che *«queste modifiche hanno pertanto ridotto ulteriormente gli spazi di convenienza per ricorrere a strumenti derivati per finalità di mero miglioramento artificiale delle posizioni di bilancio (il cosiddetto window dressing) non essendovi più né la possibilità di utilizzare i flussi finanziari di queste operazioni per ridurre l'indebitamento netto, né quella di non includere nel debito pubblico poste che si configurano come prestiti».* (Ufficio parlamentare di bilancio).

P.A. e derivati finanziari



FinPA
Osservatorio
Amministrazione
e Finanza Pubblica

Nel settore pubblico, esistono varie differenze tra la disciplina applicabile a:

enti territoriali

amministrazione
dello Stato

P.A. e derivati finanziari



ENTI TERRITORIALI:

- Vincoli già dal 2011: essi furono introdotti per contenere il ricorso a strumenti di leva finanziaria che, per la loro elevata aleatorietà e complessità, apparivano rischiosi alla luce della ridotta *expertise* degli amministratori locali;
- tali vincoli si sono trasformati in un divieto assoluto nel 2013, quando l'impedimento temporaneo a stipulare contratti in derivati finanziari introdotto dall'art. 62 del D.L. 25 giugno 2008, n. 112 (convertito nella L. 6 agosto 2008, n. 133) è diventato definitivo (Legge per la stabilità del 2014, del 27 dicembre 2013, n. 147).

P.A. e derivati finanziari



FinPA
Osservatorio
Amministrazione
e Finanza Pubblica

ENTI TERRITORIALI:

Ad oggi, sono ammesse solo alcune operazioni di cancellazione o rinegoziazione dei derivati, ma esse sono sottoposte a precise condizioni, tra cui rientrano anche quelle stabilite dal regolamento dell'Unione europea nel frattempo intervenuto (n. 648/2012 del 4 luglio 2012), ai sensi del quale tutte le transazioni finanziarie eseguite su prodotti derivati sia OTC (Over the Counter) che quotati sui mercati regolamentati (Exchange Trade Derivatives) devono essere segnalate a repertori di dati centrali certificati dall'Autorità di vigilanza Europea sui Mercati Finanziari (ESMA).

P.A. e derivati finanziari



AMMINISTRAZIONE STATALE:

- La disciplina, che riconosce all'amministrazione dello Stato un potere negoziale ampio e lo sottrae ad eventuali controlli preventivi della Corte dei Conti. In particolare, quanto al secondo aspetto, la L. 14 gennaio 1994, n. 20 esclude espressamente dal controllo del giudice contabile “gli atti e i provvedimenti emanati nelle materie monetaria, creditizia, mobiliare e valutaria”, compresi gli atti adottati per la gestione del debito pubblico (e della sua ristrutturazione);
- viene fatto salvo solo l'obbligo della Divisione Bilancio, stabilito con decreto del Ministro del Tesoro del 10 novembre 1995, di trasmettere alla Corte dei Conti, con cadenza semestrale, una relazione, a fini conoscitivi, sulla gestione del debito.

P.A. e derivati finanziari

AMMINISTRAZIONE STATALE:

- Il d.P.R. 30 dicembre 2003, n. 98 recante il T.U. delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico, riconosce alla struttura del Ministero dell'economia e delle Finanze il potere di stipulare tale tipologia di contratti all'art. 1, comma 2, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U. in materia finanziaria) secondo i tipi individuati nella tabella C dell'allegato.
- Si tratta di un potere contrattuale esteso che concerne 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, quote di emissione e altri.
- Nell'esercizio di tale potere negoziale, la Divisione Bilancio deve osservare i decreti-cornice emanati dal Ministro annualmente, i quali stabiliscono finalità, procedure e limiti operativi delle operazioni finanziarie.

Le problematiche

Alcuni spunti

Problematiche



FinPA
Osservatorio
Amministrazione
e Finanza Pubblica

- Rapporto tra pubblica amministrazione e privati nella gestione della finanza pubblica
- La c.d. riserva di amministrazione nella gestione del debito pubblico

Problematiche



FinPA
Osservatorio
Amministrazione
e Finanza Pubblica

RAPPORTI TRA P.A. E PRIVATI

In quale misura i privati, come banche, istituti simili, consulenti, esperti ecc., incidono con la loro attività sulle scelte e sulla gestione amministrativa della finanza pubblica?

Secondo la Corte dei conti, a livello territoriale, i privati avrebbero - quasi a prescindere da una valutazione “caso per caso” - ampia possibilità di incidere su determinate scelte e gestioni finanziarie, come in tema di strumenti finanziari derivati, dove la valutazione fornita dal privato è in grado di assumere ***“valore determinante nella formazione della volontà dell’ente”***, realizzando una ***“sostanziale compartecipazione al procedimento deliberativo ed esecutivo”***.

Problematiche



RAPPORTI TRA P.A. E PRIVATI

A livello nazionale, invece, la presenza nel Dipartimento del tesoro del MEF di una *expertise* dotata di una conoscenza approfondita dei prodotti finanziari esistenti sul mercato, della capacità di analizzare contratti e loro clausole aggiuntive, dell'abilità di confrontarsi con controparti che si avvalgono dell'esperienza di analisti finanziari specializzati in strumenti derivati, rende tali gestioni finanziarie non condizionabili da parte di privati, con la conseguenza che il ruolo di banche, istituti e altri soggetti non può che limitarsi ad attività accessorie ed esterne.

Quindi, a livello centrale, c'è una «controparte qualificata» (l'art. 6, comma 2 quater, T.U.F. e la direttiva UE n. 2004/39 fanno riferimento alla definizione di «controparte qualificata» per la stipulazione di contratti in derivati finanziari).

Problematiche



FinPA
Osservatorio
Amministrazione
e Finanza Pubblica

RAPPORTI TRA P.A. E PRIVATI

- nell'amministrazione statale c'è una tecnostruttura;
- nelle amministrazioni territoriali, invece, opera direttamente l'amministrazione ordinaria.

Problematiche



FinPA
Osservatorio
Amministrazione
e Finanza Pubblica

LA RISERVA DI AMMINISTRAZIONE

Le scelte finanziarie sono sindacabili da parte dell'autorità giudiziaria (spec. Corte dei conti)?

In linea di principio, il giudice non può trasformarsi da “operatore di giustizia” ad “amministratore”: non possono essere valutate condotte discrezionali che violano regole non scritte di opportunità e convenienza ma solo quelle che si pongono in contrasto con disposizioni normative e principi giuridici (inclusi i principi di buon andamento, ragionevolezza, proporzionalità, ecc.).

Problematiche



LA RISERVA DI AMMINISTRAZIONE

- Rispetto agli enti territoriali, si è ritenuto che la conclusione di contratti in derivati finanziari possa essere sindacata non nel merito ma *«per il tramite dei principi di cui alla L. n. 241 del 1990, art. 1, e, dunque, secondo il limite della corrispondenza ai criteri di economicità ed efficacia»* (Cass., 2019).
- Rispetto all'amministrazione statale, le scelte sui derivati rientrano nella politica economica governativa oggetto della strategia ministeriale: *«si tratta di valutazioni, di spettanza dell'Amministrazione, delle finalità da perseguire e degli interessi da tutelare»* (Corte dei conti, 2019), quindi sussisterebbe una piena riserva di amministrazione.

Problematiche



FinPA

Osservatorio
Amministrazione
e Finanza Pubblica

LA RISERVA DI AMMINISTRAZIONE

Tuttavia, nel 2021, le Sezioni Unite della Corte di cassazione (1° febbraio 2021, n. 2157) hanno, *a posteriori*, espresso un diverso avviso, ritenendo che: *«ferma restando l'insindacabilità giurisdizionale delle scelte di gestione del debito pubblico, da parte degli organi governativi a ciò preposti, mediante ricorso a contratti in strumenti finanziari derivati, rientra invece nella giurisdizione contabile, in quanto attinente al vaglio dei parametri di legittimità e non di mera opportunità o convenienza dell'agire amministrativo, l'azione di responsabilità per danno erariale con la quale si faccia valere, quale petitum sostanziale, la mala gestio alla quale i dirigenti del Ministero del tesoro (oggi MEF) avrebbero dato corso, in concreto, nell'adozione di determinate modalità operative e nella pattuizione di specifiche condizioni negoziali relative a particolari contratti in tali strumenti»* (per cui la questione è stata nuovamente rimessa alla Corte dei conti).

Problematiche



FinPA
Osservatorio
Amministrazione
e Finanza Pubblica

LA RISERVA DI AMMINISTRAZIONE

- Una nuova perimetrazione della riserva di amministrazione?
- Le scelte finanziarie (sulla gestione del debito pubblico) divengono, quindi, di fatto sindacabili dall'autorità giudiziaria?
- In quale misura un tale orientamento può compromettere l'equilibrio dei rapporti tra poteri?