



REPUBBLICA ITALIANA
CORTE DEI CONTI
SEZIONE REGIONALE DI CONTROLLO PER LA
LOMBARDIA

composta dai magistrati:

dott. Nicola Mastropasqua	Presidente
dott. Antonio Caruso	Consigliere
dott. Giorgio Cancellieri	Consigliere
dott. Giancarlo Astegiano	Primo Referendario (relatore)
dott. Gianluca Braghò	Referendario
dott. Alessandra Olessina	Referendario
dott. Massimo Valero	Referendario

nell'adunanza del 4 marzo 2008

Visto il testo unico delle leggi sulla Corte dei conti, approvato con il regio decreto 12 luglio 1934, n. 1214, e successive modificazioni;

vista la legge 21 marzo 1953, n. 161;

vista la legge 14 gennaio 1994, n. 20;

vista la deliberazione delle Sezioni riunite della Corte dei conti n. 14/2000 del 16 giugno 2000, che ha approvato il regolamento per l'organizzazione delle funzioni di controllo della Corte dei conti, modificata con le deliberazioni delle Sezioni riunite n. 2 del 3 luglio 2003 e n. 1 del 17 dicembre 2004;

visto il decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267 recante il Testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali;

vista la legge 5 giugno 2003, n. 131;

vista la legge 23 dicembre 2005, n. 266, art. 1, commi 166 e seguenti;

udito il relatore, dott. Giancarlo Astegiano;

Premesso in fatto

A seguito dell'esame della relazione redatta, ai sensi dell'art. 1, commi 166 e segg. della legge 23 dicembre 2005, n. 266, dal Collegio dei Revisori del Comune di Milano, relativa al Rendiconto dell'esercizio 2006, e delle notizie integrative fornite dall'Amministrazione è emerso che l'ente nel corso dell'anno 2005 ha concluso una complessa operazione finanziaria diretta a ristrutturare una parte del debito dell'ente mediante l'estinzione anticipata di mutui preesistenti utilizzando i proventi di un contestuale prestito obbligazionario, effettuato

nell'ambito di una operazione contrattuale nella quale è sono stati stipulati, quattro contratti complessivi che, disciplinano, fra l'altro, uno *swap* di ammortamento ed uno *swap* di tasso di interesse con quattro intermediari finanziari internazionali: UBS, JP Morgan, DEPFA e Deutsche Bank. Durante l'esecuzione dell'operazione, il Comune ha proceduto, sinora, alla sua modifica ed integrazione in almeno sei occasioni, rinegoziando e sostituendo alcune clausole dei contratti precedentemente conclusi.

All'esito dell'attività istruttoria, il Presidente ha convocato la Sezione per l'adunanza odierna al fine di deliberare in merito alla regolarità contabile e finanziaria dell'operazione posta in essere dal Comune di Milano.

L'ente ha trasmesso copia dell'intera documentazione relativa all'operazione, esibendo sia gli atti amministrativi che i documenti contrattuali ed ha illustrato le modalità della stessa, denominata "*Emissione del prestito obbligazionario City of Milan 2005 - 2035 e relativo swap*" con un'articolata memoria, datata 29 febbraio 2008, con la quale ha messo in luce le varie fasi nelle quali era stato articolato l'intervento ed ha precisato che l'intera attività era stata posta in essere nel rispetto della normativa vigente, previa segnalazione al Ministero dell'Economia e delle finanze.

Nell'adunanza del 4 marzo 2008, dopo la relazione del Magistrato istruttore, intervenivano in rappresentanza dell'amministrazione comunale il dottor. Gianpietro Borghini, Direttore Generale dell'ente, e la dott. Angela Casiraghi, Direttore Centrale Finanza, Bilancio, Tributi e Partecipate, i quali illustravano il contenuto dei documenti depositati e delle argomentazioni svolte nella memoria di accompagnamento e precisavano, in particolare, che alcune delle operazioni di modifica dei contratti stipulati nel giugno 2005 non erano state precedute da una specifica deliberazione della Giunta comunale perché si era trattato di una semplice "*manutenzione*" del contratto originario che, come tale, rientrava nella specifica competenza del Responsabile del Settore finanziario al quale la Giunta comunale, nell'ambito del Piano Esecutivo di gestione, aveva affidato la specifica competenza ad effettuare ogni attività necessaria per la ottimizzazione del debito. Da ultimo, specificavano le modalità di operatività dell'ultima modifica contrattuale, effettuata nell'ottobre del 2007, con la quale l'ente aveva modificato il rapporto originario, stipulando un contratto di *Credit default swap - CDS*.

Considerato in diritto

Le questioni sottoposte all'esame della Sezione al fine di verificare la regolarità contabile e l'incidenza sulla sana gestione finanziaria della complessa operazione posta in essere dal Comune di Milano sono molteplici e richiedono l'analisi di alcuni aspetti preliminari, considerato che la stessa si è svolta nell'ambito di un processo di ristrutturazione di una parte rilevante dell'esposizione debitoria del Comune, ponendo in essere un'attività contrattuale assai articolata. Inoltre, in un arco temporale piuttosto breve (circa 30 mesi), ha subito sei modifiche o integrazioni.

L'intervento della Sezione regionale di controllo della Corte dei conti non è diretto ad analizzare la legittimità dell'operazione, ma quello di verificare se, nell'ambito della complessiva gestione dell'ente, la stessa risponda a criteri di regolarità contabile e di sana gestione finanziaria al fine di segnalare eventuali profili di criticità al Consiglio comunale in modo che l'ente possa provvedere, nell'ambito della sua autonomia, a porre rimedio, ovviamente ove possibile.

I) L'attività di controllo svolta dalla Corte dei conti sulla sana gestione finanziaria degli enti territoriali

La legge 23 dicembre 2006, n. 266 ha delineato una nuova e significativa modalità di verifica in ordine sia al rispetto degli obiettivi previsti dalla normativa sul Patto di stabilità interno che alla correttezza della gestione finanziaria degli enti territoriali, stabilendo una specifica competenza in capo alle Sezioni regionali di controllo della Corte dei conti.

Proseguendo in un disegno legislativo avviato dopo la riforma del Titolo V, Parte seconda, della Costituzione, con la legge 5 giugno 2003, n. 131 che vede il progressivo riconoscimento del ruolo delle Sezioni regionali di controllo della magistratura contabile quali garanti della corretta gestione delle risorse pubbliche nell'interesse, contemporaneamente, dei singoli enti territoriali e della comunità che compone la Repubblica (posizione già riconosciuta alla Corte dei conti dalla giurisprudenza costituzionale a partire dalla nota sentenza 27 gennaio 1995, n. 29 e, ribadita, dalla sentenza 9 novembre 2005, n. 417 e, da ultimo, dalla sentenza n. 179 del 7 giugno 2007), il legislatore ha ritenuto di rafforzare ulteriormente questo ruolo (sul punto si rinvia alle considerazioni svolte nella delibera di questa Sezione n. 10 del 13 ottobre 2006).

La verifica affidata alla Corte dei conti non è invasiva dell'autonomia degli enti territoriali ma, nel solco della funzione collaborativa della funzione di controllo, è diretta, nell'interesse del singolo ente e della comunità nazionale, a rappresentare agli organi elettivi la reale ed effettiva situazione finanziaria o le gravi irregolarità riscontrate nella gestione dell'ente in modo che gli stessi possano responsabilmente assumere le decisioni più opportune, sia nell'interesse dell'ente amministrato che della più vasta Comunità alla quale l'ente appartiene (Corte conti, sez. contr. Lombardia, 13 ottobre 2006, n. 10 cit.).

II) L'esame del rendiconto relativo all'esercizio 2006 del Comune di Milano

L'esame della relazione redatta ai sensi dell'art. 1, comma 166 della legge 23 dicembre 2005, n. 266 (legge finanziaria per il 2006) dall'organo di revisione dei conti del Comune di Milano in ordine alle risultanze del Rendiconto relativo all'esercizio 2006 ha messo in luce che l'ente nel corso dell'anno 2005 aveva dato corso ad una operazione di ristrutturazione di una parte rilevante del suo debito, concludendo una complessa operazione finanziaria, anche mediante l'utilizzo di strumenti di finanza derivata.

A seguito di specifiche richieste istruttorie, l'Amministrazione comunale ha trasmesso l'intera documentazione inerente le varie fasi della procedura di ristrutturazione del debito, di conclusione dei contratti originari e di tutte le successive modifiche, nonché appositi prospetti

relativi ad aspetti specifici, quali, a puro titolo di esempio, l'imputazione a bilancio dei proventi derivanti dal contratto e le tabelle di evoluzione dei tassi di interesse.

Tuttavia, considerata la natura dell'operazione posta in essere dal Comune di Milano, al fine di valutarne la regolarità contabile e l'incidenza sulla sana gestione finanziaria è necessario, preliminarmente, approfondire, da un lato, quale sia la natura degli interventi di ristrutturazione del debito degli enti territoriali ed i loro limiti di operatività e, in particolare, quali siano le condizioni e modalità di estinzione anticipata di precedenti mutui e, dall'altro, mettere in luce quali siano le possibilità operative degli enti territoriali in relazione alle operazioni nelle quali vengono utilizzati strumenti finanziari derivati.

III) Le operazioni di ristrutturazione del debito e il ricorso al prestito obbligazionario

L'operazione di estinzione anticipata dei mutui permette all'ente territoriale di estinguere prima della scadenza originariamente prevista il mutuo, rimborsando all'istituto finanziario il capitale residuo, generalmente maggiorato di una somma a titolo di indennizzo.

L'operazione di estinzione anticipata dei mutui può essere giustificata sia dalla presenza di consistenti entrate patrimoniali che permettono di saldare il debito con risparmio sui futuri interessi, che dalla possibilità di rinegoziare la passività in presenza di mutate condizioni di mercato quali, in particolare, la modificazione di tassi in senso decrescente rispetto a quelli dei mutui originari.

Al fine di estinguere anticipatamente la passività o di rinegoziarla è necessario procedere alla valutazione sulla convenienza dell'operazione, in relazione sia alla tipologia ed al livello dei tassi di interesse che alle condizioni attuali e alle attese dell'evoluzione futura dei mercati, nonché ai costi dell'operazione.

La possibilità di estinzione anticipata di mutui in essere, si è inserita negli ultimi anni in un quadro normativo all'interno del quale è prevista e disciplinata la possibilità di procedere ad operazioni di rinegoziazione degli stessi mediante il ricorso a nuovo indebitamento, finalizzato, in via esclusiva, all'estinzione anticipata della precedente passività e, in questo contesto, ha assunto rilievo la facoltà di utilizzare appositi prestiti obbligazionari.

Infatti la possibilità per gli enti territoriali di ricorrere a prestiti obbligazionari è stata introdotta nel nostro ordinamento dalla legge di riforma dell'ordinamento degli enti territoriali del 1990¹ e disciplinata in modo organico dalla legge finanziaria per l'anno 1995² che ha consentito agli enti territoriali di emettere prestiti obbligazionari destinati esclusivamente al finanziamento di investimenti, con espressa esclusione di destinazione a spese di parte corrente.

Successivamente, con un regolamento del Ministro del Tesoro, sono state previste e disciplinate in linea generale modalità operative per l'emissione dei prestiti obbligazionari da parte degli enti territoriali³.

¹ Art. 32, co. 2, lett. i), della l. 8 giugno 1990, n. 142

² Art. 35, della l. 23 dicembre 1994, n. 724

³ Si tratta del del D.M. Tesoro del 5 luglio 1996, n. 420

Da ultimo, la facoltà di ricorrere all'emissione dei prestiti obbligazionari da parte degli enti territoriali, per utilizzarne i proventi al fine di estinguere anticipatamente precedenti passività è stata prevista dalla legislazione in materia finanziaria dei primi anni 2000⁴.

La rinegoziazione del debito mediante l'utilizzo dei proventi derivanti da un prestito obbligazionario per l'estinzione anticipata dei precedenti mutui risulta ammissibile purché l'operazione si presenti economicamente vantaggiosa per l'ente territoriale.

Al riguardo, è bene mettere in luce che la previsione normativa è lacunosa, poiché il vantaggio che deve essere preso in considerazione, anche ai fini della sana gestione finanziaria dell'ente, non può essere solo quello meramente finanziario dato dalla differenza fra l'attualizzazione dei flussi dei pagamenti della passività originaria e quelli della nuova passività, ma deve consistere in una valutazione finanziaria ed economica della complessiva situazione dell'ente, non solo in relazione ai dati finanziari attualizzati dell'operazione ma anche dei rischi che l'ente locale assume con la nuova operazione di indebitamento nonché dell'eventuale allungamento del periodo del debito che vincola l'attività futura dell'Amministrazione.

Nella valutazione non è sufficiente, perciò, un raffronto tra costi attuali degli interessi pagati sull'ammontare capitale della passività, ritenendosi vantaggiosa l'operazione solo perché si verifica una diminuzione del tasso d'interesse nell'esercizio finanziario nel quale si rinegozia il debito ed in quelli immediatamente successivi. La convenienza economica va saggiata invece sulla base di una pluralità di elementi, tra i quali debbono concorrere anche i rischi connessi al nuovo tipo di indebitamento in presenza di determinate situazioni di mercato, gli eventuali rischi di nuove modalità di indebitamento, la durata del debito e la modalità di estinzione.

Quest'ultimo aspetto assume particolare rilievo. L'indebitamento, infatti, vincola i bilanci futuri dell'ente, il quale è obbligato a destinare parte delle future risorse al pagamento del debito.

Non a caso, la legislazione, anche a livello costituzionale, ha ammesso il ricorso all'indebitamento esclusivamente per spese di investimento, bilanciando gli oneri ricadenti sulle generazioni future con la previsione dell'incremento del patrimonio costituito da opere utilizzabili anche da tali generazioni, ovvero della creazione di infrastrutture che migliorino le prospettive economico-sociali della collettività.

La rinegoziazione non può essere uno strumento di liberazione immediata di risorse, soprattutto se utilizzate anche di fatto per far fronte alla spesa corrente.

Al riguardo va messo in luce che il nuovo testo dell'art. 119 della Costituzione, elevando il rango di una disposizione già presente nella legislazione ordinaria, ha limitato il ricorso degli enti territoriali all'indebitamento al solo finanziamento di spese di investimento, con la conseguenza che se a seguito di un'operazione di ristrutturazione del debito si liberano delle risorse, a qualsivoglia titolo, le stesse non possono essere utilizzate che a tale titolo poiché sono da ritenere strettamente correlate sia al debito che è stato estinto che a quello nuovo.

⁴ Il riferimento è all'art. 27 della legge 21 novembre 2000, n. 342 e, soprattutto, all'art. 41, co. 3 della legge 28 dicembre 2001, n. 448 ed al successivo D.M. 1° dicembre 2003, n. 389, Regolamento di accesso al mercato dei capitali da parte degli enti locali.

Ciò è tanto più vero se l'operazione di ristrutturazione prevede un allungamento dei termini di pagamento del debito originario che, quindi, andrebbero a vincolare risorse, in linea di principio appartenenti alle generazioni future. In questo caso, anche in considerazione della maggior durata del vincolo debitorio, la sana gestione finanziaria impone che le risorse eventualmente liberate nell'immediato vengano destinate a spese di investimento, produttive di maggiore ricchezza per l'ente e, conseguentemente, anche per gli amministrati. A fronte del più lungo vincolo sul futuro deve esservi, almeno, un incremento del patrimonio dell'ente.

IV) Gli strumenti finanziari derivati

Al fine di analizzare la questione sottoposta all'esame della Sezione e di verificare la regolarità contabile e finanziaria della complessa attività contrattuale posta in essere dal Comune di Milano è utile richiamare alcune nozioni inerenti la natura delle operazioni finanziarie in strumenti derivati.

1) Natura dei contratti in strumenti finanziari derivati

I contratti derivati sono "*strumenti finanziari*" che servono a gestire l'esposizione ai rischi di mercato o di credito che una banca o un'impresa o, come nel caso di specie, un ente pubblico territoriale assume nell'ambito della propria operatività.

La definizione normativa di questi strumenti finanziari è rinvenibile nell'art. 1 del Testo Unico in materia Finanziaria (TUF)⁵, dal quale si evince che gli "*strumenti finanziari derivati*" sono dei contratti che presentano alcune caratteristiche peculiari poiché, da un lato, si riferiscono e sono strettamente correlati ad un debito preesistente (il capitale nozionale) e, dall'altro, prevedono un regolamento dei flussi che, in genere, avviene tramite scambio di differenziali calcolati sulla base di valori determinati nel contratto alle scadenze e alle condizioni prefissate, generalmente con riferimento a indici utilizzati nell'ambito dei mercati finanziari.

Questo contratto non è qualificabile come contratto di finanziamento, assoggettato alla disciplina contenuta nel Testo Unico Bancario⁶, ma quale "*strumento finanziario*", e come tale è disciplinato dal testo unico sulla finanza (TUF) e per la sua stessa natura può recare, a seconda dell'andamento dei mercati, effetti positivi o negativi per l'ente.

Come questa Sezione ha avuto modo di mettere in luce con la delibera n. 596 del 26 ottobre 2007, vi sono numerose tipologie di contratti che rientrano nella categoria delle operazioni finanziarie in strumenti derivati.

2) Derivati finanziari e ammortamento del debito

La flessibilità di questi strumenti e la loro diffusione nel mercato ha condotto all'elaborazione di varie tipologie contrattuali, in relazione agli scopi che le parti si prefiggono.

⁵ Approvato con il d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58

⁶ Approvato con d. lgs. 1° settembre 1993, n. 385.

Fra i vari settori dell'attività finanziaria all'interno della quale si sono diffusi, vi è quello dell'ammortamento del capitale riferito ad operazioni di indebitamento mediante l'emissione di prestito obbligazionario.

Si tratta, in particolare, dello strumento noto come *amortising swap*, con il quale il soggetto che ha ottenuto un prestito obbligazionario non procede all'ammortamento dello stesso mediante il versamento diretto ai possessori del titolo di una quota capitale annua ovvero all'accantonamento delle quote necessarie per saldare il debito alla sua scadenza, ma conclude uno specifico contratto con un intermediario finanziario che prevede una particolare modalità di ammortamento.

Il debitore, infatti, si obbliga ad accantonare progressivamente, mediante un fondo costituito presso l'intermediario finanziario, le somme necessarie per il rimborso del prestito, in modo da avere la disponibilità della somma necessaria al momento della scadenza del prestito obbligazionario.

Le clausole che disciplinano questo rapporto contrattuale possono essere di vario genere, tenuto conto che regolano, per un lungo periodo, le modalità di gestione, la percezione dei frutti ed i rischi connessi all'accantonamento.

L'operazione contrattuale complessiva non si limita a disciplinare il mero accantonamento dei fondi; infatti mediante la conclusione di contratti collegati o l'inserimento di specifiche clausole, le parti del rapporto principale definiscono modalità di gestione, anche mediante l'utilizzo di *swap* diretti a proteggere l'operazione dai rischi di mercato.

La complessità dell'operazione, i rischi connessi alla gestione del fondo ed agli obblighi di restituzione rendono questa tipologia contrattuale diffusa particolarmente nei rapporti fra grandi istituzioni finanziarie ed imprese di dimensioni significative, che siano dotate di particolare esperienza nel settore finanziario.

3) Derivati finanziari aventi ad oggetto i rischi di mercato

Con riguardo specifico all'attività degli enti territoriali, una particolare diffusione hanno avuto i *derivati finanziari* che hanno per oggetto i rischi di mercato, nel senso che hanno la finalità di gestire i rischi connessi con le oscillazioni dei tassi di interesse.

In questo contesto, la tipologia principale è l'IRS, vale a dire *l'interest rate swap*, contratto derivato non standardizzato, con il quale le parti si impegnano a versare o a riscuotere a date prestabilite, pagamenti commisurati in base al differenziale di tassi diversi, con l'aggiunta di opzioni, a favore dell'una o dell'altra parte.

In altre parole, con questo meccanismo entrambe le parti si impegnano a versare o a riscuotere ad una data prestabilita un importo predeterminato in base ad un indicatore di riferimento.

Caratteristica comune ai contratti che rientrano nella categoria dell'*interest rate swap* è che entrambe le parti sono tenute ad adempiere la propria obbligazione a determinate scadenze, in base a specifici parametri predeterminati in relazione alla posizione contrattuale di ciascuna di esse. Ciascuna parte assume l'obbligo di versare periodicamente all'altra un

importo commisurato ad un determinato parametro e la regolazione dei pagamenti avverrà in base alla differenza che maturerà in favore dell'una o dell'altra.

Altro meccanismo contrattuale utilizzato in linea generale è quello dell'opzione che attribuisce ad una parte, a fronte del pagamento di un premio, la facoltà di comprare o vendere ad un altro soggetto uno strumento finanziario ad un prezzo determinato in una certa data (o per tutto il periodo contrattuale).

Nelle opzioni e nei meccanismi contrattuali ad esse riconducibili nell'ambito degli strumenti finanziari derivati (*cap, floor, collar*) solo una delle parti è tenuta ad adempiere all'obbligazione, mentre l'altra ha la facoltà di decidere se adempiere o meno, salvo che l'opzione sia concessa ad entrambe le parti nel qual caso occorre riferirsi alla specifica disciplina concordata dai contraenti, come generalmente accade nei contratti di questo genere conclusi dagli enti territoriali.

Come è già stato messo in luce, il contratto concluso in moltissimi casi dagli enti territoriali è quello di *swap di tasso di interesse*, che ha natura atipica ed aleatoria e che ha quale causa sottostante la neutralizzazione di un rischio finanziario o valutario⁷, con l'aggiunta di alcuni meccanismi di opzione che rendono complessa la valutazione ed incidono sulla determinazione del suo valore.

Se la causa è data dalla neutralizzazione del rischio finanziario che l'ente ha in relazione al suo indebitamento, gli atti delle parti del contratto devono essere finalizzati a questo scopo e non possono essere determinati da altre ragioni che possono, tutt'al più assumere il rilievo di "motivi" che, ai sensi dell'art. 1342 cod. civ., possono aggiungersi alla causa senza poterla sostituire.

In via riassuntiva e specificativa occorre mettere in luce che con il contratto di swap finanziario due contraenti, uno dei quali è un intermediario finanziario, si scambiano flussi di interesse futuri relativi ad un determinato capitale di riferimento che deve essere reale e corrispondere all'indebitamento di una delle due parti (*cd capitale nozionale*). In tal modo, al debitore di un mutuo che comporta il pagamento di interessi a tasso fisso, fermo restando il contratto originario, viene offerta la possibilità di stipulare in aggiunta al precedente, un diverso contratto (lo swap di tasso di interesse) che prevede di pagare per il futuro un importo determinato in base ad interessi calcolati secondo tassi variabili, indicizzati a determinati parametri, e, contestualmente, di ricevere dall'intermediario finanziario il pagamento di un importo determinato sulla base di interessi a tasso fisso. Il vantaggio o svantaggio dell'operazione è dato dal differenziale fra i due importi che può essere positivo o negativo per l'ente territoriale, a seconda dei parametri di riferimento e, soprattutto, dell'evoluzione della curva dei tassi di interesse che può variare, anche in misura significativa rispetto alle previsioni effettuate al momento della conclusione del contratto.

Al contrario, al debitore di un mutuo a tasso variabile si offre di stipulare un contratto che prevede il pagamento all'intermediario di interessi a tasso fisso sul medesimo capitale e di

⁷ Sul punto: App. Milano, 26 gennaio 1999.

ricevere da quest'ultimo un importo determinato in base ad un tasso variabile. Anche in questo caso il vantaggio o svantaggio è determinato dal differenziale, in base a quanto indicato sopra.

Val la pena rimarcare quanto già evidenziato nella citata delibera n. 596 del 2007, vale a dire l'autonomia del contratto di mutuo originario, rispetto alle operazioni in derivati, in forza del quale il debitore continua a pagare gli interessi ivi stabiliti al mutuante. Il contratto di *swap* stipulato con l'intermediario finanziario (che, generalmente, non è neppure il concedente il mutuo), intende neutralizzare gli effetti dell'evoluzione dei tassi di interesse in base al meccanismo, come si è visto, della regolazione fra i contraenti ad ogni scadenza, delle differenze emergenti di segno opposto, positive o negative, sulla base dell'applicazione delle clausole contrattuali. In questo modo il debitore continuerà a pagare gli interessi sul mutuo, ma se il tasso previsto dallo *swap* è a suo favore riceverà importi dall'intermediario finanziario che contribuiranno a bilanciare quelli maggiori versati al mutuante quali interessi sul mutuo. Al contrario, se in base al tasso previsto dallo *swap* matureranno importi in favore dell'intermediario finanziario, il debitore oltre a pagare i normali interessi sul mutuo dovrà sostenere anche il pagamento di questi importi con un ulteriore aggravio per la sua situazione finanziaria.

In conclusione, si tratta di un'operazione finanziaria che non dovrebbe avere carattere speculativo, poiché dovrebbe servire unicamente a contenere il rischio di aumento dei tassi di interesse variabile o a ridurre il costo dell'indebitamento a tasso fisso.

L'operazione è sempre collegata ad un sottostante debito che, sotto il profilo strutturale, è elemento occasionale e, di fatto, non necessario perché l'esito dell'operazione prescinde dall'esito del rapporto sottostante. Sussiste, però, un collegamento funzionale poiché la struttura del contratto dovrebbe essere tale che ogni volta che vi è un rialzo dei tassi di interesse pagati sui mutui, il debitore dovrebbe ricevere un differenziale dall'intermediario finanziario che serva ad ammortizzare le maggiori uscite. Al contrario, ogni volta che vi sia una discesa dei tassi pagati al mutuante, il debitore dovrebbe versare un differenziale all'intermediario finanziario che si assume il rischio contrario.

Il profilo da ultimo messo in luce assume essenziale rilevanza nei contratti stipulati dagli enti pubblici. Per questi enti, e in particolare per gli enti territoriali, il collegamento funzionale in quanto espressamente previsto dalla legge e connaturato con la natura degli enti pubblici entra nella causa giuridica del negozio, perché elemento oggettivo previsto dalla legge. Ne consegue che per detti enti la mancata funzionalizzazione del contratto all'andamento dei rischi di mutui stipulati dall'ente si riflette sulla causa genetica dei contratti di *swap di tasso di interesse*, facendola venire meno.

In effetti per gli enti pubblici detti contratti sono consentiti solo per le finalità innanzi indicate e in limiti di rischio propri delle tipologie di contratti di derivati previsti dal legislatore, fissando così anche limiti alla aleatorietà del contratto.

4) Natura del contratto e libertà contrattuale

La diffusione dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati è piuttosto recente ed ha avuto origine nel mondo anglosassone.

Essi nascono dalla pratica commerciale e non riproducono alcuna disposizione normativa di carattere generale, nazionale o internazionale, in ordine al loro contenuto o a specifiche clausole; il contenuto dei contratti, tutti atipici, è frutto della libertà negoziale delle parti, che incontra dei limiti solo in alcune disposizioni particolari dettate a livello europeo e nei singoli paesi in relazione alle modalità che devono caratterizzare lo svolgimento dell'attività finanziaria⁸.

Peraltro, nella pratica alcune associazioni di operatori finanziari internazionali si propongono di tipizzare i contratti attraverso modelli contrattuali uniformi, che sono da considerare meramente indicativi per le parti che possono negoziare condizioni differenti rispetto ai modelli proposti.

Viene in rilievo, in particolare, lo schema denominato *ISDA Master Agreement*, elaborato da una delle più grandi associazioni di operatori finanziari a livello mondiale, e cioè l'*ISDA - International Swaps and Derivatives Association, Inc.*, costituita nel 1985 e che, ad oggi, rappresenta circa 800 membri, in 54 Paesi del mondo (tra i quali vi sono la maggior parte delle principali istituzioni finanziarie private operanti in derivati). Sin dalla sua costituzione, l'ISDA si è impegnata nell'identificare e ridurre le fonti del rischio nei derivati; la sua attività si è concretizzata, oltre che nello sviluppo del modello contrattuale ISDA, nella pubblicazione di una vasta gamma di materiali relativi agli strumenti finanziari derivati e nel rilascio di numerose *legal opinions*.

Un altro schema negoziale particolarmente diffuso è quello denominato *European Master Agreement - EMA*, predisposto dalla Federazione Bancaria Europea - FBE nel gennaio 2001 e che viene utilizzato prevalentemente dagli intermediari finanziari che operano nell'area dell'Euro, sia per le particolari caratteristiche di flessibilità che lo stesso presenta, sia per le opportunità di utilizzo che offre nell'ambito operativo dei contratti derivati che, finora, ha registrato la preponderanza dell'utilizzo di schemi contrattuali di matrice anglosassone (quali, in particolare, l'*ISDA Master Agreement* sopra descritto, nel contesto dei derivati, ma anche ISMA e ISLA per quanto attiene al "*securities lending*").

La Federazione Bancaria Europea nel 2004 ha integrato lo schema contrattuale con un Allegato Prodotto per Operazioni su Derivati ("*allegato Derivati*"). L'Allegato Derivati si inserisce nell'ambito dell'architettura contrattuale dell'EMA, accanto agli altri allegati, distinti per tipologia di prodotto ed è correlato alle disposizioni generali e speciali. Al fine di assicurare un coordinamento efficace tra la documentazione EMA già esistente, da una parte, e l'Allegato Derivati con i relativi Supplementi, dall'altra, i redattori dell'EMA hanno provveduto a modificare le Disposizioni Generali e speciali, nonché l'allegato di Mantenimento del Margine e l'indice delle Definizioni.

⁸ In Italia il riferimento è, in particolare, al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Testo unico in materia finanziaria e bancaria ed alle successive modifiche, ivi compreso il d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164 di recepimento della cd direttiva europea MIFID

IV) Enti territoriali e finanza derivata

Negli ultimi anni l'utilizzazione di strumenti di finanza derivata da parte degli enti territoriali è andata incrementandosi progressivamente ed il fenomeno ha trovato apposita disciplina legislativa, regolamentare ed amministrativa.

Invero, a fronte della particolare natura di questi strumenti finanziari e dei rischi che possono essere insiti nel loro utilizzo, soprattutto in relazione alla specifica esperienza nella materia finanziaria che è richiesta per un loro utilizzo consapevole, in assenza di una disposizione legislativa che ne autorizzi l'uso potrebbero porsi dubbi sulla compatibilità con le regole di contabilità pubblica alle quali debbono rispondere gli enti territoriali.

Va in proposito ricordato che l'House of Lord ha statuito che gli enti territoriali inglesi non sono legittimati a concludere questi tipi di contratto perché non hanno la capacità giuridica e, a partire da quel momento, a tali enti è impedito avvalersi degli strumenti finanziari derivati⁹.

Nel nostro ordinamento, la finanziaria per l'anno 2002 ha dettato alcune regole per l'utilizzo di questi strumenti, rendendone, di fatto, legittimo l'utilizzo da parte degli enti locali. Sull'evoluzione normativa che, partendo da una sostanziale liberalizzazione nell'utilizzo di questi strumenti, è passata ad una progressiva regolazione dettata man mano che emergevano i possibili rischi ed inconvenienti, si rinvia alla citata delibera di questa Sezione n. 596 del 2007.

Per sommi capi, è sufficiente rammentare che la legge finanziaria per il 2002¹⁰ ha demandato al Ministero dell'Economia e delle Finanze, da un lato, il compito di coordinare l'accesso al mercato dei capitali da parte di Regioni ed enti locali, e, dall'altro, quello di fissare i criteri per l'ammortamento del debito e per l'utilizzo di strumenti derivati.

A seguire, il Ministro dell'Economia ha disciplinato l'accesso degli enti locali al mercato dei capitali, e dettato i criteri per l'ammortamento del debito e per le operazioni in strumenti finanziari derivati¹¹.

Inoltre, ha predisposto e diffuso una analitica circolare esplicativa che indica alcuni limiti contrattuali e clausole che debbono essere inserite nei contratti¹².

La circolare ministeriale ribadisce, anche, che il livello del tasso di interesse che l'ente territoriale deve sostenere allo scattare delle soglie contrattuali deve essere coerente sia con i tassi vigenti sul mercato sia con il costo della passività antecedente alla conclusione dell'operazione derivata.

⁹ *House of Lords*, 24 gennaio 1991, in *Foro it.*, 1992, IV, 309.

¹⁰ Art. 41, l. 28 dicembre 2001, n. 448

¹¹ Si tratta del decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, emanato previo concerto con il Ministro dell'Interno, 1° dicembre 2003, n. 389, in G.U., 4 febbraio 2004, n. 28. In particolare, l'art. 3 detta la disciplina che gli enti territoriali devono osservare per poter operare con gli strumenti derivati.

¹² La circolare del Ministero dell'Economia e delle Finanze 27 maggio 2004, pubblicata in G.U. 3 giugno 2004, n. 128.

Il decreto precisa ancora che le operazioni derivate sono ammesse esclusivamente in corrispondenza di passività dell'ente effettivamente dovute e, conseguentemente la successiva circolare precisa che le operazioni poste in essere dagli enti non possono essere riferite a preesistenti operazioni derivate, salva l'esigenza di riadattare o chiudere il derivato in relazione a variazioni della passività sottostante e possono essere indicizzate esclusivamente con riferimento a parametri monetari utilizzati nell'area G7.

Lo scopo della disciplina appena citata era intesa ad evitare che gli enti territoriali concludano operazioni finanziarie di particolare complessità, senza avere, in molti casi, le necessarie competenze finanziarie.

In relazione all'utilizzo degli strumenti di finanza derivata da parte degli enti territoriali, la Corte dei conti, a partire dal 2004, ha attuato un progressivo monitoraggio, segnalando al Parlamento le possibili situazioni di criticità, mettendo anche in luce natura e validità delle singole clausole contenute nelle varie tipologie contrattuali¹³.

A seguito delle segnalazioni e del progressivo emergere di situazioni potenzialmente dannose per gli Enti territoriali, il legislatore con la legge finanziaria per il 2007 è intervenuto nuovamente nella materia dettando regole maggiormente restrittive nell'utilizzo di tali strumenti e predisponendo un apposito procedimento di controllo affidato alla Corte dei conti¹⁴.

Sotto il profilo sostanziale ha stabilito che le operazioni di gestione del debito tramite utilizzo di strumenti derivati *"devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato"* e ribadito che operazioni di questo genere possono essere concluse *"solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti"*.

Dalla norma si evince che il Parlamento non sembra aver voluto introdurre nuovi vincoli, bensì elevare al rango legislativo, o meglio a quello di *"principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica di cui agli articoli 117, terzo comma, e 119, secondo comma, della Costituzione"*, alcuni dei criteri che erano stati previsti, in precedenza, in sede regolamentare ed amministrativa, dai citati decreti e circolari ministeriali.

In quest'ottica, la successiva circolare esplicativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze ha richiamato l'esigenza di *"coniugare il doveroso rispetto dell'autonomia della finanza locale con l'imprescindibile riguardo all'economicità complessiva delle operazioni poste in essere dagli enti per la gestione del debito"*¹⁵.

Conseguentemente, i limiti che devono essere osservati dagli enti territoriali che intendono dar corso ad operazioni in derivati, ad oggi, risultano essere quattro:

- 1) riduzione del costo finale del debito;
- 2) riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato;

¹³ Corte dei conti, Audizione sul tema *"Analisi sul fenomeno dell'indebitamento in un campione di enti locali"* presso la Commissione Programmazione economica e Bilancio del Senato nel novembre 2004; relazione sulla finanza regionale approvata con la delibera della Sezione delle Autonomie n. 6 in data 2 luglio 2007

¹⁴ Art. 1, co. 736 della legge 27 dicembre 2006, n. 296. In relazione allo specifico controllo si rinvia alla delibera n. 596 del 2007

¹⁵ Circolare in data 31 gennaio 2007, pubblicata in G.U. 5 febbraio 2007, n. 29

- 3) accessorietà rispetto a passività effettivamente dovute;
- 4) contenimento dei rischi di credito assunti.

Anche con la Finanziaria per il 2008 vi è stato un rafforzamento sia dei poteri di verifica esterni che un richiamo agli obblighi di trasparenza che debbono informare la conclusione di questa particolare tipologia contrattuale¹⁶.

Ferma restando ogni perplessità in ordine alla natura del contratto che, considerata la durata, è caratterizzato dalla elevata aleatorietà dell'evoluzione dei tassi d'interesse, occorre che gli enti territoriali procedano ad accertare l'esistenza delle condizioni alle quali il legislatore subordina la conclusione del contratto secondo una valutazione sulla convenienza economica che non può che svolgersi *ex ante*, vale a dire in relazione alle conoscenze ed aspettative che l'ente può avere al momento della conclusione del contratto.

La valutazione, peraltro, deve essere rigorosa e le clausole del contratto debbono essere analizzate sia singolarmente che nel loro insieme al fine di verificare se le aspettative relative alla complessiva convenienza economica nel momento della conclusione del contratto siano fondate su elementi ragionevoli, corroborate da elementi congruenti e oggettivi che tengano conto anche delle possibili ricadute di lungo periodo sul bilancio dell'ente e non solo di quelle immediate.

Al fine di meglio valutare l'attività posta in essere dal Comune di Milano, in relazione all'oggetto della presente delibera occorre distinguere i limiti posti agli enti territoriali in ordine all'utilizzo dello *swap* nelle operazioni di ammortamento del debito da quelli inerenti la generalità delle operazioni di *swap di tasso di interesse*.

1) La delimitazione dell'ambito di operatività dello swap nelle operazioni di ammortamento del debito

La disciplina normativa individua alcune operazioni consentite agli enti territoriali in relazione all'ammortamento del debito relativo ad un prestito obbligazionario e, in via generale e residuale, stabilisce che gli stessi possano effettuare le operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività.

Il decreto ministeriale del 2003 stabilisce, inoltre, che queste operazioni possono essere concluse esclusivamente con intermediari finanziari in possesso di adeguato *rating* (almeno pari a BBB/Baa/BBB, secondo la successiva circolare ministeriale del 2004) attribuito da primarie agenzie di livello internazionale (quali Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings).

Nell'ambito di queste previsioni, gli enti territoriali possono procedere all'ammortamento del debito relativo ad un prestito obbligazionario mediante la costituzione di un fondo contestuale alla sottoscrizione del prestito (*sinking fund*), ovvero mediante *l'amortising swap* in base al quale l'intero capitale del prestito obbligazionario viene accumulato progressivamente, mediante accantonamento di quote, entro il termine di scadenza del prestito al fine di poterlo restituire agli obbligazionisti (*bullet*).

¹⁶ Art. 1 co. 381 - 384 della legge 24 dicembre 2007, n. 244

E' indubbio che le due modalità sono profondamente diverse e comportano diverse strategie operative per gli enti, in quanto il *sinking fund* è un fondo di ammontare pari a quello del prestito che deve essere costituito nel momento stesso in cui l'ente riceve il prestito e viene accantonato per un lungo periodo. Questa modalità di rimborso richiede che, contestualmente all'emissione del prestito obbligazionario, il soggetto emittente disponga di un capitale pari a quello dello stesso prestito, transitoriamente utilizzato in altre operazioni. La struttura del *sinking fund* è all'evidenza difficilmente compatibile con le regole che presiedono all'attività degli enti territoriali.

Diversa è la situazione che si presenta con l'operazione *bullet* poiché l'ente accumula il capitale progressivamente, di anno in anno, in uno specifico fondo e non ha la necessità di disporre dell'intero capitale necessario per la restituzione del prestito obbligazionario sin dalla data della sua emissione, ma solo al momento del rimborso della quota capitale.

Peraltro, è necessario mettere in luce fin da ora che la normativa è estremamente lacunosa poiché prevede l'accumulo in un fondo senza fornire alcuna indicazione in ordine alla disponibilità, utilizzo e gestione del fondo che è lasciata alla libertà contrattuale delle parti.

La scelta di una regolamentazione "*leggera*" in questa materia solleva notevoli perplessità poiché le modalità di costituzione e gestione del fondo sono estremamente rilevanti, anche in considerazione della lunga durata dei prestiti obbligazionari e del conseguente rischio che l'ente assume in caso di insolvenza dell'intermediario finanziario al quale è affidata la gestione del fondo.

La disciplina normativa non stabilisce se il fondo che l'ente costituisce mediante i versamenti annuali (o, comunque periodici) della quota capitale debba rimanere nella disponibilità dell'ente territoriale ovvero possa essere affidato in gestione ad un istituto bancario o ad un altro intermediario finanziario. Ove l'ente si privi della disponibilità del fondo, è evidente che deve negoziare forme di garanzia specifiche a carico dell'intermediario finanziario in ordine alla restituzione dell'intero capitale alla data di scadenza del prestito obbligazionario, anche al fine di non accollarsi il rischio dell'eventuale insolvenza dell'intermediario finanziario.

Infatti, qualora il fondo venga costituito presso un intermediario finanziario e quest'ultimo, per qualsivoglia ragione, non provveda alla scadenza a versare all'ente territoriale l'importo accumulato al fine di provvedere all'estinzione del prestito obbligazionario, l'ente territoriale non potrà che far fronte ai pagamenti nei confronti degli obbligazionisti con risorse proprie, sempre che ne abbia la disponibilità considerato l'elevato importo dei prestiti obbligazionari.

L'accumulo progressivo in un fondo della quota capitale può essere elemento utile nell'economia del rapporto contrattuale, ma considerata la natura degli enti pubblici e la circostanza che i capitali che essi gestiscono sono di "*proprietà*" della collettività, è necessario che prima di utilizzare questa modalità contrattuale l'ente valuti con attenzione i rischi connessi e predisponga un regolamento contrattuale che tuteli in modo specifico il patrimonio

che l'ente accumula di anno in anno, anche in relazione alle modalità di restituzione da parte dell'intermediario finanziario.

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

La ripartizione del potenziale rischio fra più operatori è sicuramente elemento positivo, ma l'indicazione che l'operazione sia conclusa con un operatore dotato di un adeguato *rating* non fornisce alcuna garanzia, se non in relazione al momento della conclusione del contratto. Considerata la lunga durata dell'operazione, le condizioni economiche, finanziarie e patrimoniali dell'intermediario finanziario possono cambiare, anche piuttosto rapidamente, come si è visto accadere nei mercati internazionali in numerose occasioni negli ultimi anni e, anche, negli ultimi mesi.

In conclusione, anche se la disciplina normativa non prende espressamente in considerazione le problematiche inerenti le modalità di costituzione e gestione del fondo, l'ente territoriale non può trascurare di considerare il rischio inerente la gestione. Il fatto che la norma non detti specifiche regole non significa che gli enti territoriali siano liberi di affidare la gestione all'intermediario finanziario, senza avere una precisa garanzia in ordine alla restituzione del capitale che viene versato nel fondo. In mancanza di garanzia, considerata anche la durata del contratto, l'ente assumerebbe un elevato rischio, potendo, in caso di insolvenza dell'intermediario o di altre difficoltà di quest'ultimo, essere costretto a dover rimborsare comunque il prestito, senza aver ricevuto in restituzione l'importo accumulato nel fondo (con il rischio di pagare due volte, sempre che l'ente disponga delle risorse necessarie). Peraltro, val la pena mettere in luce che il rischio è mitigato, ma non escluso, dalla legislazione italiana che protegge gli investimenti e regola le insolvenze degli intermediari bancari.

2) La delimitazione dell'ambito di operatività dello *swap* di tasso di interesse

Dalla normativa richiamata sopra, in relazione ai contratti di *swap* di tasso di interesse risultano consentiti solamente quelli strutturati nella forma più semplice, denominata *plain vanilla*, che consiste nell'impegno dei contraenti di scambiarsi regolarmente flussi di interesse, collegati a parametri del mercato monetario, secondo modalità concordate, l'acquisto di *forward rate agreement*, mediante il quale le parti pur stabilendo il tasso di interesse che l'acquirente del forward si impegna a pagare, fanno decorrere gli effetti del contratto da una data posteriore a quella della stipulazione, l'acquisto di *cap* di tasso di interesse, vale a dire l'indicazione di un tetto massimo all'innalzamento dei tassi di interesse, l'acquisto di *collar* di tasso di interesse, vale a dire la previsione di una banda di oscillazione dei tassi fra un minimo ed un massimo, nonché altre operazioni derivate contenenti combinazioni di quelle appena indicate, tali da permettere il passaggio da un debito a tasso fisso ad uno a tasso variabile e

viceversa, al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo stabilito.

Inoltre, con specifico riferimento a queste ultime operazioni permesse agli enti territoriali, la circolare ministeriale del 2004 chiarisce che *swap*, *forward*, *cap* e *collar* possono essere acquistati dagli enti territoriali solo nella formula, già richiamata sopra, detta *plain vanilla*, vale a dire secondo la struttura più elementare, che non incorpori ulteriori opzionalità. Riguardo, invece, alle «*altre operazioni derivate*» è stabilito che le stesse sono ammissibili solamente se le stesse siano in ogni caso riconducibili a combinazioni delle altre operazioni specificamente indicate, fatto comunque divieto di negoziare derivati che incorporino "leve" o altri moltiplicatori, al fine di evitare possibili danni finanziari per gli enti territoriali causati da un eccessivo innalzamento del debito nei confronti dell'intermediario finanziario.

3) L'obbligo di scelta del contraente tramite procedura selettiva

L'attività negoziale dell'ente territoriale deve avvenire secondo le regole della contabilità pubblica che disciplinano lo svolgimento dei compiti propri dell'ente che utilizza risorse della collettività.

L'utilizzo delle risorse non può essere lasciato alla mera discrezionalità degli amministratori o dei funzionari dell'ente, ma deve avvenire secondo criteri che garantiscano il buon andamento dell'attività amministrativa (art. 97 Cost.), in condizione di parità di trattamento e non discriminazione (art. 3 Cost.).

Conseguentemente, anche a prescindere dalla normativa sui contratti pubblici che detta regole, prevalentemente, in relazione ad aspetti inerenti il diritto comunitario, la disciplina relativa alla contabilità pubblica, che è cogente per tutti gli enti pubblici, impone che la scelta di qualsiasi contraente, e quindi anche degli intermediari finanziari con i quali si vogliono negoziare operazioni di carattere finanziario, avvenga per il tramite di procedure selettive di natura concorsuale¹⁷.

La procedura selettiva deve tendere ad individuare il miglior contraente in relazione all'oggetto del contratto che, quindi, deve essere individuato unitamente alle caratteristiche principali dell'operazione sin dal bando di gara che l'ente pubblico è tenuto a predisporre che, conseguentemente, non può essere generico o riguardare unicamente la sola affidabilità finanziaria e patrimoniale dell'intermediario finanziario.

In particolare, ove l'ente intenda procedere ad una operazione di ristrutturazione del debito deve individuare le principali caratteristiche e le modalità attuative dell'operazione che intende effettuare e poi dar corso alla gara per selezionare la migliore offerta in relazione non solo allo specifico scopo che intende raggiungere ma anche alle modalità che intende seguire.

4) Advisor e operatore finanziario.

¹⁷ Da ultimo, negli stessi termini si è espresso Cons. Stato, V, 4 marzo, 2008, n. 889.

Qualora l'ente non disponga al suo interno di adeguate conoscenze in ordine ai mercati finanziari ed alle possibili modalità di svolgimento di operazioni finanziarie particolarmente complesse, anche in relazione alle finalità che intende perseguire, è opportuno che proceda alla selezione, mediante procedura ad evidenza pubblica, di un *advisor* dotato di particolare competenza finanziaria che, esaminata la situazione dell'ente e l'obiettivo che intende raggiungere, predisponga il progetto dell'operazione finanziaria.

Solamente a seguito dell'esame e dell'approvazione di questo progetto da parte degli organi dell'ente territoriale, quest'ultimo potrà procedere alla gara per la scelta dell'intermediario finanziario con il quale concludere l'operazione.

Considerata la sicura competenza in materia finanziaria dell'intermediario finanziario con il quale l'ente intende concludere l'operazione e la particolare natura ed entità degli interessi in gioco occorre che la posizione dell'*advisor* e quella dell'operatore finanziario vengano distinte nettamente, anche al fine di evitare possibili conflitti di interesse.

In questo contesto, sicuramente non risponde alla sana gestione finanziaria dell'ente la scelta di un *advisor* che studi e predisponga uno specifico intervento e che poi venga incaricato di realizzare l'operazione.

5) La procedura amministrativa

La disciplina speciale introdotta dal legislatore in ordine alla possibilità per gli enti territoriali di concludere contratti relativi a strumenti finanziari derivati non contiene alcuna indicazione in merito a quali siano gli organi dell'ente che debbono intervenire nella procedura che conduce alla conclusione del contratto.

Si applicano, quindi, le ordinarie regole poste dal Testo unico sugli enti locali, riferite alle competenze di ciascun organo¹⁸.

Anche la fine di delineare l'ambito di intervento di ciascun organo occorre richiamare quanto già specificato in precedenza in relazione alla circostanza che questi contratti impegnano l'attività e le risorse dell'ente per molti anni, ponendo vincoli sull'utilizzo delle risorse future. Conseguentemente, un ruolo centrale è riservato al Consiglio comunale, organo esponente della popolazione di riferimento dell'ente, che è l'unico soggetto che può valutare l'opportunità e la convenienza di porre vincoli all'utilizzo delle risorse future.

A questa conclusione, peraltro, si giunge anche analizzando le competenze degli organi dell'ente territoriale, come richiamate sopra.

Al Consiglio comunale è riservata, in linea generale, la potestà di adottare gli atti che impegnano e vincolano l'utilizzo delle risorse finanziarie per più esercizi, poiché deve approvare, inter alia, i piani finanziari, deliberare la contrazione dei mutui non previsti in atti fondamentali già deliberati dallo stesso Consiglio e, in generale, le spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi¹⁹.

¹⁸ Si tratta delle disposizioni contenute nel d.lgs. 6 agosto 2000, n. 267, all'art. 42 relativo alle competenze del Consiglio comunale, all'art. 48 relativo a quelle della Giunta e all'art. 107 relativo a quelle del Dirigente.

¹⁹ Art. 42, lett. b), h) e i) del TUEL.

La delibera del Consiglio non può limitarsi ad autorizzare l'operazione in modo generico, ma deve contenere l'indicazione dei principali obblighi e vincoli finanziari che l'ente intende assumere, per la ragione che le modalità operative prescelte possono condizionare, per lungo tempo, le possibilità di utilizzo delle risorse dell'ente, e quindi della collettività amministrata.

A seguito di specifico indirizzo del Consiglio, o in preparazione ed elaborazione di proposte che il Consiglio dovrà esaminare, la Giunta Comunale deve indicare in modo analitico gli indirizzi operativi che devono condurre alla conclusione dell'operazione da parte del Dirigente responsabile²⁰.

Al Dirigente preposto al settore di riferimento, nel caso quello dei Servizi finanziari, il Testo unico riserva ampi poteri di gestione, sempre, però, nel rispetto degli indirizzi stabiliti dalla Giunta comunale²¹, e quindi, in particolare, la conclusione e l'esecuzione dell'operazione è di competenza del Dirigente responsabile dei Servizi Finanziari.

La particolare complessità di questo tipo di operazioni, anche in relazione ai rischi finanziari che l'ente potrebbe accollarsi dovrebbe indurre ciascun ente a disciplinare in modo preciso e puntuale nel regolamento di contabilità le competenze di ciascun organo in relazione alla conclusione delle operazioni di ristrutturazione del debito mediante l'utilizzo di strumenti derivati, fermo restando il necessario coinvolgimento dei diversi organi, sia in relazione alle loro competenze previste dal Testo Unico che al vincolo di rappresentatività della collettività.

La predetta conclusione implica, altresì, che anche ogni successiva modifica od integrazione dell'operazione finanziaria debba essere effettuata rispettando la previsione originaria, coinvolgendo, in relazione agli ambiti di rispettiva competenza, sia il Consiglio comunale che la Giunta comunale e non il solo Responsabile dei Servizi Finanziari.

A questo proposito val la pena sottolineare che il Dirigente responsabile può procedere, senza bisogno di alcuno specifico indirizzo da parte della Giunta comunale, solo ad aggiustamenti o integrazioni che non comportino una modifica sostanziale dell'operazione.

Qualora la modifica abbia carattere sostanziale, come avviene, ad esempio, ove vengano cambiate le curve dei tassi applicati nel contratto, disposto l'allungamento del periodo contrattuale ovvero assunti nuovi obblighi a carico dell'ente territoriale, non può essere decisa dal solo Responsabile dei Servizi finanziari, ma, previa sollecitazione da parte di quest'ultimo, deve essere valutata, a seconda dei casi, dal Consiglio e/o dalla Giunta comunale.

V) L'operazione all'esame della Sezione

1) L'operazione posta in essere dal Comune di Milano

Il Comune di Milano ha posto in essere una complessa operazione di ristrutturazione del debito, mediante la stipula con quattro intermediari finanziari di contratti collegati, aventi il medesimo contenuto.

²⁰ Art. 48 del TUEL.

²¹ Art. 107 del TUEL.

Preliminarmente all'esame delle specifiche attività poste in essere dall'ente, è opportuno illustrare le varie fasi che possono caratterizzare un'operazione quale quella posta in essere dal Comune.

Innanzitutto, l'ente che decide di procedere all'estinzione anticipata di mutui mediante l'emissione di un prestito obbligazionario deve valutare la convenienza dell'operazione che, in base al dettato normativo richiamato sopra, è l'unica ragione che può giustificare l'operazione.

Accertata la convenienza, l'ente avvia la procedura che conduce all'emissione di un *bond* (titolo obbligazionario), selezionando gli intermediari finanziari che dovranno curare l'operazione e procedere al collocamento del titolo.

Gli intermediari incaricati hanno l'onere di costruire il prodotto finanziario e collocarlo nel mercato prescelto, eventualmente garantendo l'inoptato.

Dopo aver curato il collocamento del *bond* gli intermediari non hanno alcuna esposizione debitoria nei confronti dell'ente pubblico o degli obbligazionisti perché l'obbligo di far fronte alle cedole periodiche ed alla restituzione del capitale grava, ovviamente, sull'ente locale che deve farvi fronte con gli ordinari mezzi di bilancio.

Nell'ambito di un rapporto più articolato, il ruolo degli intermediari finanziari può essere più complesso poiché le parti possono prevedere un loro maggiore intervento nell'operazione, costruendo un meccanismo che dovrebbe agevolare, dal punto di vista finanziario, l'attività dell'ente durante l'intero svolgimento del rapporto.

Nel caso di specie, come si vedrà in dettaglio, il Comune, su indicazione degli intermediari finanziari – le *Banche Arrangers* –, ha deciso di far fronte agli impegni derivanti dall'emissione obbligazionaria per il tramite di una complessa ed articolata operazione finanziaria che ha previsto un ruolo centrale degli stessi intermediari finanziari che sono stati incaricati dall'Amministrazione di curare le varie fasi dell'intervento.

In particolare:

- gli intermediari hanno curato il collocamento del prestito obbligazionario trentennale, versando in anticipo al Comune l'importo di euro 1.685.000.000;
- il Comune si è impegnato con un *amortising swap* ad accantonare progressivamente, nel corso dei trenta anni dell'operazione, l'importo relativo alla restituzione del capitale ai possessori dei titoli obbligazionari, versando ogni anno agli intermediari finanziari un importo prestabilito, pari complessivamente a quello del prestito obbligazionario; gli intermediari, a loro volta, si sono impegnati, alla scadenza del trentesimo anno, a versare al Comune l'intero importo, al fine di consentire all'ente di rimborsare il capitale dovuto agli obbligazionisti.

Particolarmente significativa, come vedremo, è la struttura contrattuale originaria che prevede l'obbligo del Comune di versare le somme relative all'ammortamento secondo un piano di prestabilito, in modo che allo scadere del trentesimo anno l'intero importo capitale risulta versato agli intermediari finanziari. A

garanzia del versamento delle quote annuali il Comune ha rilasciato a ciascun intermediario una delegazione di pagamento;

- gli intermediari finanziari si sono impegnati, a loro volta, a versare al Comune, alla scadenza del trentesimo anno, l'intero importo capitale, in modo che l'ente possa estinguere le obbligazioni. Peraltro, val la pena mettere in luce fin da ora che le Banche incaricate dell'operazione non hanno rilasciato alcuna specifica garanzia in ordine alla restituzione del capitale all'ente pubblico, allo scadere del trentesimo anno. A questo proposito, da ultimo, nell'ambito di una modifica dell'operazione contrattuale, le parti hanno negoziato un *Credit Default Swap - CDS* che dovrebbe limitare i rischi assunti dal Comune, secondo quanto riferito dall'ente pubblico alla Sezione;
- particolarmente complessa è la questione della remunerazione del capitale e la costruzione dei contratti di *swap* di tasso di interesse collegati.

Infatti, le Banche hanno assunto l'onere di versare al Comune, per tutti gli anni di durata del prestito, un importo determinato dall'applicazione del tasso fisso del 4,019% sul capitale nozionale, pari a quello che il Comune deve versare ai possessori delle obbligazioni. In questo modo, ogni anno il Comune riceve dagli intermediari finanziari l'importo che utilizza per remunerare il capitale investito dagli obbligazionisti.

La prestazione degli intermediari finanziari è riferita, per tutta la durata del contratto, al capitale nozionale, vale a dire all'importo di euro 1.685.000.000.

Il Comune, a sua volta, si è obbligato a versare, periodicamente, agli intermediari un importo calcolato con un tasso variabile, che, peraltro, durante i primi anni di esecuzione del contratto è stato modificato già più volte, sull'ammontare complessivo del capitale che non è stato ancora oggetto del versamento per l'ammortamento (*in amortising*), indicato sopra.

Al riguardo, val la pena mettere in luce che se il tasso che versa il Comune, determinato secondo le clausole appena citate, è superiore a quello che riceve dagli intermediari finanziari questi ultimi si trovano in una posizione di vantaggio rispetto al Comune. Al contrario, se è inferiore.

Un'ulteriore avvertenza: il tasso versato dal Comune è, come si è accennato, "*in amortising*", vale a dire che viene calcolato unicamente sulla quota capitale che il Comune deve ancora versare alle *Banche Arrangers* per la costituzione del fondo, mentre il tasso versato da queste ultime, come si è detto, riguarda l'intero capitale.

La ragione di questa clausola che, a prima vista sembrerebbe incongruente e sbilanciata in favore del Comune è rinvenibile nella circostanza che la remunerazione delle *Banche Arrangers* sul capitale ricevuto dall'ente pubblico è data dall'utilizzo dello stesso, oltretutto per un lungo periodo, poiché dovranno procedere alla restituzione solamente nel 2035.

Dal che sembra evincersi che il fondo che l'ente costituisce progressivamente non resta nella disponibilità del Comune ma di quella degli intermediari finanziari che quindi beneficiano del suo utilizzo.

Tratteggiata, a grandi linee, la struttura dell'operazione occorre procedere ad un analitico esame della stessa, anche al fine di rilevare le ricadute in ordine alla regolarità contabile ed alla sana gestione finanziaria dell'ente.

2) La decisione di procedere alla ristrutturazione di una parte del debito

Il Bilancio di previsione del Comune di Milano relativo all'esercizio 2005 prevedeva una limitata possibilità di ricorrere all'indebitamento, anche al fine di mantenere gli equilibri finanziari e il *rating* riconosciuto al debito dell'ente dalle principali agenzie internazionali²².

Nel corso dell'anno 2005, la Giunta prendeva in considerazione l'opportunità di procedere alla ristrutturazione di una parte consistente del debito in essere mediante l'emissione di un prestito obbligazionario che, secondo quanto prospettato dall'organo esecutivo del Comune, risultava conveniente sia perché, da un lato, *"la situazione congiunturale di mercato è favorevole alla riduzione dei tassi di interesse pagati per i finanziamenti di lungo termine"* e, dall'altro, il ricorso a prestiti obbligazionari avrebbe comportato la possibilità di usufruire *"del beneficio fiscale derivante dalla retrocessione al Comune da parte del Ministero dell'Interno del 50% della ritenuta fiscale applicabile agli interessi corrisposti sui titoli del debito"* (Delibera n. 1087, in data 3 maggio 2005).

In questo modo l'ente avrebbe avuto un beneficio in termini di riduzione dei tassi da corrispondere in relazione al debito esistente ed avrebbe ottenuto delle risorse, quelle derivanti dalla retrocessione dell'imposta, da utilizzare nell'immediato.

In relazione alle predette finalità, la Giunta valutava favorevolmente la possibilità di concludere l'operazione entro la fine del primo semestre dell'anno al fine di *"conseguire per l'anno in corso notevoli risparmi in termini di minor spesa per il servizio del debito"*, vale a dire per evitare di pagare la quota capitale e gli interessi in scadenza nell'anno 2005 sui mutui in essere.

La decisione di avviare la procedura è stata assunta, quindi, dalla Giunta comunale, mossa sia da un intento di lungo periodo – la riduzione del costo dell'indebitamento – che da ragioni contingenti – il reperimento di risorse nell'esercizio 2005.

3) La scelta del contraente

La procedura amministrativa veniva avviata, quindi, il 3 maggio 2005 dalla Giunta comunale con la deliberazione citata sopra, contenente uno specifico atto di indirizzo diretto ad individuare le modalità di selezione *"di uno o più Istituti di credito nel ruolo di Arranger per un'emissione obbligazionaria ai fini della ristrutturazione del debito del Comune di Milano"*²³.

²² Il bilancio di previsione, approvato dal Consiglio comunale con la delibera n. 81 del 21 dicembre 2004, prevedeva la possibilità di ricorrere a nuovo indebitamento nel limite massimo di 250 milioni di euro e non manifestava alcuna volontà dell'ente di procedere ad operazioni di ristrutturazione del debito.

²³ Si tratta della citata delibera n. 1087 del 3 maggio 2005

L'organo esecutivo decideva di dare corso ad una procedura selettiva mediante trattativa privata, preceduta da una gara ufficiosa alla quale avrebbero potuto partecipare tutti gli istituti di credito che fossero dotati di un rating ufficiale di lungo termine pari almeno ad AA- (rating Standard & Poors) o AA2 (rating Moody's), avessero già effettuato in precedenza operazioni di ristrutturazione del debito di altri enti pubblici e che avessero esperienza di operazioni in derivati con altri enti pubblici.

L'atto di indirizzo non conteneva alcuna specificazione in ordine alle modalità tecniche che l'operazione di ristrutturazione avrebbe dovuto assumere, se non la precisazione che avrebbe dovuto trattarsi di una emissione obbligazionaria della durata di 20 o 30 anni, ed indicava, come si è visto, quale unico criterio di riferimento per la scelta delle controparti l'esperienza nel settore e la solidità finanziaria dell'intermediario.

La procedura selettiva veniva avviata dal Direttore del Servizio Finanza con comunicazione del 4 maggio 2005 di invito a presentare offerta, trasmessa a numerosi operatori finanziari, e la selezione dei partecipanti veniva effettuata da una Commissione appositamente nominata dal Direttore Centrale, Finanza, Patrimonio e Bilancio²⁴, composta da due Dirigenti del Comune e , da un esperto esterno.

A fronte dell'invito rivolto a 26 operatori, 20 banche presentavano la loro offerta.

La procedura era estremamente rapida poiché veniva avviata con delibera di Giunta del 3 maggio 2005 e si concludeva con l'approvazione della graduatoria, che avveniva il giorno 20 maggio 2005, ad opera di una determina del Direttore del Settore Finanza²⁵.

Nell'ambito della selezione, a fronte dell'invito rivolto a 26 operatori, presentavano offerte 20 intermediari e a seguito della verifica effettuata dalla Commissione, venivano prescelti quattro intermediari finanziari che operano sul mercato internazionale e, precisamente, JP MORGAN CHASE BANK N.A, DEPFA BANK PLC, DEUTSCHE BANK AG e UBS LIMITED.

La procedura di gara non è stata caratterizzata solo dalla rapidità (16 giorni) ma anche dalla semplicità poiché il Comune si è limitato ad indicare l'obiettivo che intendeva raggiungere (la emissione del prestito obbligazionario) e su di esso ha effettuato la selezione, utilizzando quali unici criteri la convenienza in relazione alla commissione che l'intermediario avrebbe applicato sull'ammontare della ristrutturazione e l'esperienza in precedenti attività di ristrutturazione del debito di enti pubblici.

La concreta articolazione dell'operazione è stata effettuata in un secondo tempo dagli intermediari finanziari prescelti a seguito della procedura selettiva, e non ha costituito oggetto della gara.

In conclusione, occorre mettere in luce che:

²⁴ Determina n. 82, in data 13 maggio 2005

²⁵ Determina n. PG 499007/2005, in data 20 maggio 2005

- l'operazione di scelta delle *Banche Arrangers* è stata effettuata direttamente dal Comune in tempi rapidi, utilizzando quali criteri di riferimento l'entità della commissione esplicita sull'ammontare dell'operazione e la precedente esperienza nel settore;
- il contenuto dell'operazione, la sua articolazione e le modalità di svolgimento della stessa è stato predisposto dagli intermediari finanziari ed accettato dal Comune che, sia nella fase che ha preceduto il contratto sia all'atto della conclusione dello stesso che durante l'esecuzione, non si è avvalso della collaborazione di un *advisor* o, comunque, di un consulente finanziario esterno indipendente, ma ha effettuato ogni valutazione avvalendosi esclusivamente dei suoi uffici.

E' sicuramente positivo che l'ente abbia scelto gli intermediari finanziari con i quali effettuare l'operazione mediante una procedura selettiva ad evidenza pubblica. Tuttavia, val la pena rilevare che le concrete modalità nelle quali è stata articolata la gara da parte del Comune sollevano alcune perplessità poiché, anche in considerazione dell'ammontare del debito che l'ente intendeva ristrutturare e dei vincoli che quest'attività potrebbe comportare in relazione agli esercizi futuri sarebbe stato più opportuno che venisse definita l'operazione in tutti i suoi aspetti, delineandone anche i profili di convenienza e i costi, sia espliciti che impliciti, e solo in un secondo tempo venisse posta in gara l'intera operazione, in modo da scegliere le controparti non solo in relazione alla loro solidità finanziaria ma all'attività concreta da porre in essere.

In questo modo il Comune avrebbe potuto scegliere con maggiore consapevolezza le attività da porre in essere scegliendo il modello operativo, indicando, altresì, i termini dell'intervento e le principali clausole contrattuali.

4) La valutazione della convenienza dell'operazione di estinzione anticipata dei mutui

La valutazione della convenienza dell'operazione, presupposto essenziale per poter eseguire il rimborso anticipato dei mutui in base alla modalità prescelta dall'ente, è stata eseguita materialmente dalle *Banche Arrangers* e, successivamente, è stata fatta propria dall'Amministrazione comunale che ha recepito la valutazione nella delibera con la quale il Consiglio comunale ha avviato, in concreto, l'intervento²⁶.

Infatti, gli intermediari finanziari hanno predisposto una nota congiunta in data 27 maggio 2005, successivamente integrata da una nota in data 3 giugno 2005, con la quale la convenienza è stata valutata con la previsione di un risparmio di 57 milioni di euro circa, in relazione ad un prestito obbligazionario e ad un'operazione di rifinanziamento dell'importo previsto di euro 1.799.355.000.

Si è trattato esclusivamente di una valutazione di tipo finanziario e non economico, poiché è stato effettuato unicamente un confronto fra i flussi finanziari attesi in relazione ai pagamenti inerenti i mutui estinti ed i flussi finanziari attesi dall'operazione di rifinanziamento.

²⁶ Delibera n. 44 , in data 16 giugno 2005

L'attendibilità dei dati contenuti nei prospetti predisposti dalle *Banche Arrangers* e fatti propri dal Comune non forma oggetto delle valutazioni che possono essere espresse in questa sede.

Tuttavia, l'operazione che in concreto l'ente ha deciso di porre in essere - estinzione anticipata dei mutui mediante l'utilizzo del ricavato di un prestito obbligazionario (*bond*), appositamente emesso - presenta alcuni profili meritevoli di approfondimento che, in base alle regole della sana gestione finanziaria, dovrebbero essere presi in considerazione ed attentamente valutati prima di addivenire alla decisione di porre in essere una operazione quale quella decisa ed effettuata dal Comune di Milano.

4.1) A seguito della ristrutturazione si riscontra un significativo allungamento del periodo di rimborso del debito. Infatti risultano estinti mutui che avevano, a seconda dei casi, una scadenza compresa fra l'anno 2013 e l'anno 2025 mentre il prestito obbligazionario verrà a scadere nel 2035.

In questo modo l'ente ha modificato in modo sostanziale la natura del suo indebitamento, vincolando risorse per un numero di anni maggiore rispetto a quello previsto al momento dell'assunzione dei mutui originari, limitando, in questo modo, le possibilità di decisione di coloro che gestiranno in futuro l'ente.

4.2) La valutazione di convenienza dell'operazione è stata effettuata dalle stesse *Banche Arrangers* che ne hanno curato la concreta articolazione ed è stata fatta propria dal Comune a seguito di un'analisi condotta dagli uffici dell'ente stesso, che non risulta, però, esplicitata in particolari documenti.

Al di là dell'attendibilità e della correttezza dei dati esposti nel semplice prospetto che rappresenta l'analisi di convenienza, l'effettuazione dell'analisi da parte dell'operatore che dovrà eseguirla comporta la possibile esistenza di una situazione di potenziale conflitto di interessi fra la costruzione ed esecuzione dell'operazione e la valutazione di convenienza poiché è lo stesso soggetto che ha proposto l'intervento che ne ha certificato la convenienza.

In considerazione delle particolari modalità di scelta del contraente adottate dall'Amministrazione comunale di Milano che ha scelto le *Banche Arrangers* non sulla base di una specifica operazione già delineata, ma in relazione al solo obiettivo da raggiungere, maggiori cautele avrebbero dovuto assistere la valutazione di convenienza che, neppure in prima battuta poteva essere rimessa alle *Banche Arrangers* ma, avrebbe dovuto essere effettuata direttamente dall'ente, se del caso anche con l'ausilio di operatori finanziari specializzati nella valutazione di convenienza della complessiva operazione.

Val la pena, inoltre, mettere in luce sin d'ora che durante la sua esecuzione l'operazione, come si è accennato e come si vedrà più in dettaglio, è stata modificata più volte, senza che venisse esplicitata alcuna ulteriore valutazione sulla convenienza.

Questa circostanza è tanto più significativa se si tiene conto che la valutazione è stata effettuata senza tenere conto del *mark to market* negativo di un contratto di finanza derivata (*swap* di tasso di interesse) che era in essere in relazione ad una parte dei mutui estinti

anticipatamente, e che è stato chiuso subito dopo la conclusione dell'operazione principale (due mesi dopo) mediante un'integrazione e modifica di alcune delle clausole contrattuali e, in particolare, delle condizioni finanziarie (si tratta di quella che nel prosieguo verrà esaminata quale prima integrazione del contratto).

4.3) In sede di valutazione della convenienza dell'operazione non è stato considerato un altro aspetto che, al contrario, presenta un'importanza significativa, come peraltro risulta dagli stessi documenti dell'ente.

L'operazione è stata eseguita nel mese di giugno 2005, con decorrenza dell'ammortamento del prestito obbligazionario a partire dal 2006, cosicché l'ente nel 2005 in relazione ai mutui oggetto di estinzione non ha versato né la quota capitale né la quota di interessi, con un risparmio immediato di 106 milioni di euro, il cui pagamento è stato diluito, di fatto, nel tempo a seguito dell'allungamento del periodo di ammortamento.

Un beneficio simile anche se di entità minore si è avuto sia negli anni seguenti anche quando è iniziato l'ammortamento, sempre in conseguenza dell'allungamento dei termini di restituzione del prestito obbligazionario.

Richiamato quanto precisato in ordine all'utilizzo delle somme risparmiate nell'immediato a seguito della rinegoziazione dei mutui, val la pena ribadire che le risorse già destinate nel bilancio di previsione dell'esercizio nel quale viene effettuata l'operazione di ristrutturazione al pagamento della quota capitale e della quota interessi dei mutui estinti anticipatamente dovrebbero essere utilizzate dall'ente per effettuare nuovi investimenti e non per finanziare spesa corrente per non eludere il principio posto dall'art. 119 della Costituzione dato che risorse collegate al debito finirebbero con l'essere utilizzate per l'attività corrente.

5) Il contenuto del contratto

L'operazione di rifinanziamento posta in essere dall'ente è stata realizzata attraverso un'emissione obbligazionaria "*bullet*", ovvero con rimborso complessivo del capitale in un'unica soluzione alla scadenza, vale a dire nel 2035.

In base alle proposte ricevute dalle *Banche Arrangers*, il Comune ha ritenuto che tale scadenza fosse quella ritenuta più interessante dagli investitori istituzionali ai quali l'Amministrazione intendeva rivolgersi con l'emissione del prestito obbligazionario.

Dalla delibera della Giunta n. 1511, in data 21 giugno 2005, si evince che la scelta dell'amministrazione è stata motivata dall'esigenza di cogliere "*le migliori opportunità di mercato in sede di collocamento e, quindi, in definitiva di pagare un tasso particolarmente basso, in relazione alle condizioni di tasso del momento*", poiché l'operazione, come si vedrà, è stata chiusa ad un tasso equivalente a quello dei Buoni del Tesoro Poliennali - BTP, maggiorato di 3 *base points*, equivalente, al momento della definizione dei contenuti dell'operazione, al tasso fisso del 4,019%.

Il titolo obbligazionario, così come strutturato e in ragione del merito di credito dell'emittente - il Comune di Milano -, è stato valutato dall'agenzia di Rating *Standard & Poor's* (in data 24 giugno 2005), che gli ha assegnato un merito di credito pari ad AA-.

Con la memoria del 29 febbraio 2008, l'Amministrazione comunale ha illustrato il contenuto dell'operazione ed indicato le ragioni che avevano giustificato le singole scelte, precisando che era stato intendimento dell'ente effettuare l'operazione nel pieno rispetto della normativa di riferimento, con specifico riguardo all'art. 41 della legge n. 448 del 28 dicembre 2001 poiché, in particolare, il Comune di Milano si è impegnato a costituire il fondo necessario per il rimborso del capitale alla scadenza, mediante il versamento alle *Banche Arrangers* dell'intero importo del bond in base ad un piano di accumulo prestabilito che è partito nel 2006 e terminerà nel 2035 e che prevede la divisione del versamento in quattro quote eguali a ciascun intermediario finanziario. A loro volta le *Banche Arrangers* si sono impegnate a versare al Comune, in unica soluzione alla scadenza del 2035, il totale dell'ammontare necessario per rimborsare il debito nei confronti degli obbligazionisti.

In conclusione, in relazione alla parte capitale le parti hanno previsto un piano di accumulo con il quale il Comune accantona i mezzi finanziari per ripagare a scadenza l'intero ammontare del debito, mediante quattro fondi costituiti con il versamento di quote annuali presso ciascuna *Banca Arranger* ed ognuna di esse ha assunto l'obbligo di restituire nel 2035, non in via solidale, ma ciascuna per la sua parte, il capitale, pari complessivamente ad euro 1.685.000.000, necessario per estinguere il prestito obbligazionario.

In relazione alla parte interessi, le *Banche Arrangers* si sono impegnate a versare annualmente, ciascuna per la sua quota, al Comune di Milano un tasso fisso pari al 4,019% sull'intero ammontare del *Bond* fino alla scadenza, vale a dire sull'importo capitale di euro 1.685.000.000, che corrisponde esattamente agli interessi che il Comune di Milano si è impegnato a pagare ai sottoscrittori del Bond.

In questo modo il Comune riceve, di anno in anno, le somme necessarie per il pagamento delle cedole che maturano in favore degli obbligazionisti.

A sua volta, il Comune si è impegnato a versare ogni anno alle *Banche Arrangers* un importo calcolato applicando un tasso variabile, che nei due anni di esecuzione dell'operazione ha subito già alcune modifiche, sull'ammontare delle quote capitale che deve ancora versare, vale a dire in relazione ad un capitale che decresce nel corso del tempo, considerato il pagamento delle precedenti rate annuali.

In sintesi, il Comune riceve una quota di interessi fissa calcolata ogni anno sull'intero ammontare del prestito e paga un tasso variabile calcolato su una quota di capitale in ammortamento e, quindi, decrescente.

Il livello del tasso variabile che il Comune si è impegnato a corrispondere alle *Banche Arrangers* è inoltre limitato sia nel livello superiore che in quello minimo (*floor*) e si situa all'interno di un corridoio (*collar*), il cui scopo dovrebbe essere quello di tutelare il Comune rispetto al rialzo illimitato dei tassi di interesse, condizione questa favorevole per il Comune che in precedenza non si sarebbe verificata, secondo quanto sostenuto dall'amministrazione comunale, in relazione ai mutui a tasso variabile che sono stati oggetto di estinzione, soggetti senza limitazioni ad un eventuale andamento sfavorevole del mercato.

In linea di principio questa considerazione è corretta e ragionevole, ma la convenienza deve essere valutata in concreto poiché è data dal livello della soglia inferiore e di quella superiore in ragione della circostanza che l'ampiezza del corridoio va esaminata anche in relazione alla soglia inferiore che se elevata comporta un aumento dei rischi per l'ente pubblico, dato che l'ente verrebbe tutelato solo in presenza di un eccessivo rialzo dei tassi, mentre subirebbe una perdita patrimoniale nel caso in cui i tassi scendessero al di sotto della soglia.

5.1) La procedura amministrativa seguita dall'ente

Il bilancio di previsione dell'ente relativo all'esercizio 2005 non conteneva alcuna specifica indicazione in ordine alla necessità od opportunità di procedere alla ristrutturazione del debito del Comune.

Ravvisata l'opportunità in corso d'anno, l'operazione è stata avviata dalla Giunta Comunale che, come si è visto, con la deliberazione n. 1087 del 3 maggio 2005, ha emanato l'atto di indirizzo diretto a selezionare "... uno o più Istituti di credito nel ruolo di Arranger per un'emissione obbligazionaria ai fini della ristrutturazione del debito del Comune di Milano".

Successivamente alla scelta delle *Banche Arrangers*, ed alla predisposizione dello schema di operazione da seguire da parte di queste ultime, il Consiglio comunale, con la citata delibera n. 44, in data 16 giugno 2005, ha recepito il contenuto dell'operazione, approvando la concreta articolazione e:

1. stabilendo le caratteristiche essenziali del prestito obbligazionario:
 - importo nominale del prestito obbligazionario pari a quello dei finanziamenti oggetto di estinzione anticipata e dei costi collegati e comunque non superiore a euro 1.850.000.000;
 - valuta dell'operazione l'euro;
 - prezzo di emissione del prestito alla pari;
 - durata del prestito 30 anni;
 - ammortamento del capitale con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza del prestito e costituzione di uno *swap* di ammortamento;
 - tasso di interesse da corrispondere agli obbligazionisti fisso, pari al rendimento BTP di scadenza più vicina, con una maggiorazione massima dello 0,06%;
 - cedole da corrispondere agli obbligazionisti annuali posticipate;
 - collocamento presso investitori istituzionali;
2. prevedendo la costituzione di uno *swap* di ammortamento, a rate costanti, ai sensi della legge n. 448 del 2001 e del regolamento ministeriale n. 389 del 2003;
3. approvando la conclusione di una operazione in strumenti derivati di gestione del tasso di interesse pagabile sui titoli, in linea con quanto previsto dal Decreto n. 389 del 2003.

Con successiva deliberazione n. 1511/2005, in data 21 giugno 2005, la Giunta comunale, dando atto dell'avvenuta verifica della convenienza economica, ha avviato, in concreto, l'operazione e, oltre a riprendere il contenuto delle decisioni del Consiglio comunale, ha deliberato di perfezionare l'operazione di *swap di ammortamento* in modo da ottenere:

- i. la trasformazione del rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza, in un ammortamento con rimborso progressivo di capitale a rate costanti e
- ii. la gestione del rischio di tasso di interesse pagato sul debito mediante uno *swap di tasso di interesse*, secondo quanto già indicato dal Consiglio.

La Giunta comunale ha definito i termini procedurali dell'operazione prevedendo che la stessa venisse conclusa per il tramite dello schema contrattuale ISDA, così come proposto dalle Banche Arrangers ed ha incarico il Direttore Centrale Finanza, Patrimonio e Bilancio di compiere i necessari atti esecutivi.

Con la predetta delibera la Giunta comunale ha fatto propria, recependola, la articolata proposta inviata nella stessa data dalle Banche Arrangers.

Inoltre, l'Amministrazione, prima dell'emissione del prestito obbligazionario in ottemperanza degli obblighi normativi, ha inviato alla Banca d'Italia ed al Ministero dell'economia e delle finanze la comunicazione inerente l'intenzione di procedere all'emissione. La documentazione dell'emissione è stata inviata, inoltre, alla Borsa di Lussemburgo, che ha approvato l'operazione, in relazione alle regole di emissione.

Successivamente, il Responsabile dei servizi finanziari ha dato corso alle attività che hanno portato alla conclusione del contratto con le *Banche Arrangers* che è avvenuta per il tramite dello schema contrattuale e dei relativi allegati conformi all'*ISDA Master Agreement*.

Il Comune di Milano ha concluso, il 27 giugno 2005, con ciascuna delle *Banche Arrangers* uno specifico contratto che contiene l'indicazione dei termini giuridici e finanziari delle clausole di carattere che regolano l'operazione all'interno sia del *Master Agreement*, con riferimento alle clausole generali, che di specifiche "*Schedules*", in relazione alle pattuizioni specifiche relative all'operazione.

In relazione al contratto concluso dall'ente occorre mettere in luce che le parti, probabilmente a seguito di specifica richiesta delle *Banche Arrangers*, hanno utilizzato i formulari contrattuali predisposti dall'ISDA e, sostanzialmente, hanno accettato la regolamentazione generale dell'operazione ivi prevista, indicando nelle "*Schedules*" allegate le clausole particolari di natura giuridica e finanziaria che hanno caratterizzato l'operazione.

Lo schema contrattuale *ISDA*, come si è visto sopra, è uno strumento contrattuale molto diffuso all'interno della comunità finanziaria internazionale e contiene clausole e modalità operative già consolidate, ma sussistono alcuni dubbi in ordine all'opportunità che esso venga adottato dagli enti pubblici italiani nell'ambito di negoziazioni finanziarie particolarmente complesse che avvengono con operatori finanziari specializzati.

Infatti la redazione dell'intero contratto in lingua inglese, ivi comprese le *Schedules* che contengono le clausole specifiche di riferimento, richiede, sia a chi lo sottoscrive, sia a chi deve

effettuare le verifiche una particolare e specifica competenza non solo finanziaria ma anche linguistica, riferita alla specifica terminologia tecnica.

E' evidente che nel caso dell'ente pubblico che gestisce risorse della collettività e prevede un sistema di indirizzo e controllo affidato ai consigli comunali e, in ultima analisi, a tutti i cittadini che, in astratto, potrebbero informarsi a fini di controllo dell'attività dell'ente, sarebbe preferibile che del contratto, ove non concluso in lingua italiana, esistesse una doppia versione in modo da permettere una più attenta e meditata ponderazione di tutti gli aspetti in esso considerati.

5.2) Sottoposizione del contratto alla legge inglese e alla giurisdizione inglese

L'intero rapporto contrattuale è regolato dalla legge e dalla giurisdizione inglese.

Oltre a possibili problemi di diritto internazionale privato²⁷, una simile clausola suscita perplessità in ordine alle ricadute che può avere sulla gestione finanziaria dell'ente.

La previsione che l'intera operazione venga regolata dalla legge inglese implica una specifica conoscenza da parte dell'ente pubblico della legislazione e della giurisprudenza inglese in forza della quale possono essere fatti valere diritti e obblighi della parte contraente, e addirittura, essere interpretato il contenuto delle clausole contenute nel regolamento contrattuale ISDA.

Oltretutto, si pongono delicati problemi in ordine alla applicabilità delle forme di tutela previste dalla legislazione italiana in favore degli investitori finanziari, qual è, in questa circostanza, il Comune di Milano, e agli obblighi che fanno carico agli intermediari finanziari, previsti dal Testo Unico in materia finanziaria.

Da ultimo, val la pena mettere in luce che ove si profilasse un contenzioso fra le parti, per qualsivoglia causa, il Comune di Milano non potrebbe adire la giustizia italiana, ma dovrebbe adire i giudici inglesi, con conseguenti maggiori oneri, oltre che difficoltà di conoscenza della legislazione sia sostanziale che processuale.

5.3) Il prestito obbligazionario

Le modalità di decisione del prestito obbligazionario e la natura ed i termini del contratto, così come descritti negli atti del Comune e risultanti dalla documentazione contrattuale, risultano conformi alla disciplina vigente.

Anche la collocazione presso la Borsa del Lussemburgo non contrasta con alcuna disposizione normativa ed è conforme alla prassi di emissione di questa tipologia di prestiti che, generalmente, vengono collocati sulle piazze più favorevoli.

5.4) La costituzione del fondo e l'obbligo di restituzione

Una particolare attenzione deve essere dedicata alle modalità di costituzione del fondo di ammortamento, considerato che, come si è visto sopra, in esso confluisce progressivamente l'intero capitale che dovrà essere restituito nel 2035 ai possessori delle obbligazioni.

²⁷ In relazione alla giurisdizione vale la previsione contenuta nell'art. 4 della legge 31 maggio 1995, n. 218.

Dai singoli contratti si evince che ciascuna delle *Banche Arrangers* si impegna a versare al Comune alla scadenza contrattuale del 2035 l'importo di euro 421.336.750, e così il complessivo importo di euro 1.685.000.000.

Si tratta, quindi, di un fondo particolare poiché non è previsto un vero e proprio deposito su di un conto del Comune quanto il versamento di somme alle Banche e il loro obbligo di restituire un controvalore.

Questa modalità presenta un potenziale rischio per l'ente locale che affida alle *Banche Arrangers* un importo elevato, destinato a rimborsare gli obbligazionisti, senza che queste ultime rilascino al Comune, perlomeno in relazione al contratto originario, alcuna specifica garanzia di natura reale o obbligatoria.

Il rischio assunto dal Comune è estremamente significativo poiché, fatto salvo il ricorso alle normali procedure giudiziarie dinanzi al giudice inglese, non ha alcuna tutela immediata in caso di insolvenza dell'intermediario finanziario o anche solo di semplice inadempimento.

Secondo quanto indicato dal Comune, anche per diminuire questo rischio, le parti nell'ottobre del 2007 hanno modificato l'operazione originaria, mediante la conclusione di un *Credit default swap - CDS* (sesta integrazione).

L'esame di quest'ultima operazione e la efficacia della copertura che è in grado di dare verrà esaminata trattando della sesta integrazione contrattuale.

5.5) Lo scambio dei flussi di interesse

Le modalità di scambio del flusso dei tassi di interesse fra le parti nello swap *di tasso di interesse* sono particolari e peculiari, in ragione del fatto che questa tipologia contrattuale non è autonoma, ma è collegata all'operazione contrattuale globale.

Infatti, le *Banche Arrangers* si sono impegnate a corrispondere al Comune per tutta la durata del contratto e sull'intero capitale nozionale un importo annualmente determinato applicando sul nozionale il tasso fisso del 4.019%.

Al contrario, il Comune ha assunto l'obbligo di corrispondere a ciascuna *Banca Arranger* un importo determinato non in relazione al capitale nozionale, ma alle sole quote capitale che risultano ancora da versare a ciascuna scadenza ad ogni intermediario finanziario.

In questo modo il capitale sul quale viene applicato il tasso di interesse a carico del comune decresce man mano che avviene l'accantonamento.

Le previsioni contrattuali iniziali sono state modificate in più occasioni e, pertanto, verranno esaminate in relazione a ciascuna di esse.

5.6) La garanzia di pagamento in favore delle *Banche Arrangers*

Una delle clausole aggiunte nella "*Schedule*" allegata al contratto ha previsto il rilascio di una specifica forma di garanzia in favore delle *Banche Arrangers* da parte del Comune.

Infatti, le parti hanno concordato che a garanzia dell'obbligo del Comune di versare periodicamente alle *Banche Arrangers* le somme relative alla costituzione del fondo necessario

per estinguere il prestito obbligazionario, l'ente pubblico rilasciasse in favore di ciascun intermediario finanziario una delegazione di pagamento ai sensi dell'art. 208 TUEL.

Il Comune di Milano ha adempiuto regolarmente all'obbligo invitando il tesoriere, Banca Intesa, "a pagare in favore dei portatori dei titoli" per il tramite delle Banche Arrangers, nella loro qualità di *fiscal agent* gli importi dovuti ai sensi del prestito.

In base alla normativa vigente, la delegazione di pagamento può essere rilasciata solo a garanzia del pagamento delle rate di ammortamento dei mutui e dei prestiti.

L'aver previsto l'utilizzo della delegazione di pagamento a garanzia di pagamenti che il Comune deve effettuare alle *Banche Arrangers* in relazione alla costituzione del fondo significa che il complessivo importo che l'ente deve corrispondere a ciascuna *Banca Arranger* rientra a tutti gli effetti nell'indebitamento dell'ente.

L'esistenza di una garanzia in favore delle *Banche Arrangers* per le somme che il Comune è tenuto ad erogare loro ai fini della costituzione del fondo mette ancora più in luce l'asimmetria contrattuale posto che non è stata prevista alcuna forma di garanzia per l'ente in ordine all'effettivo pagamento delle somme dovute dalle *Banche Arrangers* al termine finale del contratto, momento in cui l'ente pubblico dovrà procedere alla restituzione del prestito agli obbligazionisti.

5.7) La comunicazione dell'operazione al Ministero dell'Economia e delle finanze

A seguito della riforma del Titolo V, parte seconda della Costituzione sono venuti meno i poteri di controllo sull'attività dei Comuni affidati ad organi amministrativi di altri soggetti che concorrono a comporre la Repubblica, quali, in particolare lo Stato e le Regioni.

Tuttavia, in considerazione della particolare natura di alcune attività quali quelle finanziarie, sono state introdotte nuove tipologie di verifica e controllo intese ad evitare comportamenti degli enti territoriali in palese violazione della normativa, che si rivelerebbero dannosi non solo per l'ente ma per la stessa comunità nazionale.

1) La specificità degli strumenti finanziari derivati ha indotto il legislatore a prevedere un sistema di monitoraggio e controllo che, senza intaccare l'autonomia degli enti territoriali, possa evitare che vengano conclusi contratti in violazione della normativa che ne disciplina l'utilizzo.

E' stato previsto, quindi, un progressivo ruolo di monitoraggio e verifica in capo al Ministero dell'Economia e delle finanze al quale deve essere data comunicazione di tutte le operazioni che si riferiscono a strumenti finanziari derivati.

In particolare, con la legge finanziaria per l'anno 2007, si è previsto che non sia sufficiente una semplice comunicazione in ordine all'operazione finanziaria ma che l'ente prima di procedere alla conclusione del contratto debba trasmetterne copia al Ministero dell'Economia, a pena di inefficacia dello stesso.

Anche al fine di evitare possibili equivoci, occorre chiarire, però, che la verifica affidata dal legislatore al Ministero dell'Economia non riguarda il merito dell'operazione finanziaria né l'esame delle singole clausole contrattuali o il rapporto che la stessa può avere in relazione alla sana gestione finanziaria dell'ente, ma solo l'astratta conformità dell'operazione al modello normativo.

In ogni caso, il Ministero non dispone di alcun potere di veto o di annullamento dell'operazione ma, ove riscontri che la stessa non corrisponde, da un punto di vista formale, alla mera previsione legislativa deve inviare apposita segnalazione alla Corte dei conti²⁸.

2) Lo scopo della comunicazione che è quello di indicare al Ministero non solo di ogni operazione ma anche delle clausole che la caratterizzano, induce a ritenere che l'ente pubblico sia tenuto ad inviare una specifica comunicazione in relazione ad ogni modifica del negozio originariamente stipulato.

3) In base ai documenti acquisiti ed ai chiarimenti forniti dall'Amministrazione, risulta che il Comune di Milano abbia adempiuto regolarmente all'obbligo di effettuare la comunicazione al Ministero dell'Economia e delle finanze prima di perfezionare ciascuna modifica all'operazione originaria, inviando specifiche comunicazioni conformi alla disciplina vigente.

6) Le modifiche apportate al contratto originario

L'operazione esaminata dalla Sezione è caratterizzata dalla circostanza che le parti hanno modificato più volte il contratto originariamente concluso.

Al fine di comprendere l'esatta portata degli obblighi assunti dall'ente pubblico e le possibili ricadute sulla sana gestione finanziaria del Comune, occorre analizzare il contenuto di ciascuna modifica e verificare quali conseguenze abbia comportato in relazione agli obblighi previsti dall'accordo originario.

6.1) Il contenuto delle modifiche

Prima di esaminare le conseguenze delle modifiche in relazione all'accordo originario è opportuno procedere ad una descrizione sintetica di ciascuna di esse.

6.1.1) Prima integrazione

Con deliberazione n. 2008/2005 del 26 luglio 2005, la Giunta Comunale ha emanato un atto di indirizzo avente ad oggetto *"la ristrutturazione della posizione in derivati in essere a seguito dell'emissione del prestito obbligazionario per l'estinzione anticipata dei mutui a carico*

²⁸ Si tratta in particolare, della previsione contenuta nel comma 737, dell'art. 1, della legge finanziaria per il 2007, ripreso ed ampliato dal comma 383, dell'art. 1 della legge finanziaria per il 2008.

del bilancio comunale e della rinegoziazione dei mutui con la cassa depositi e prestiti S.p.A. concessi al Comune di Milano anteriormente al 1 gennaio 1997”.

La Giunta, in particolare, ha incaricato il Responsabile del Settore Finanza di procedere alla ristrutturazione di un precedente contratto in derivati, in essere con Unicredit Banca d'Impresa, e risalente al 2002.

La parziale chiusura del derivato è stata motivata con la necessità di procedere al completamento:

- (i) dell'operazione di emissione del prestito obbligazionario per l'estinzione anticipata dei mutui a carico del bilancio comunale: e;
- (ii) dell'operazione di rinegoziazione dei mutui assunti con la Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. anteriormente al 1 gennaio 1997, stabilendo di procedere:
 - alla chiusura della quota di derivato il cui debito è stato estinto e rifinanziato con il prestito obbligazionario, attraverso la ristrutturazione dello swap di ammortamento perfezionato con le *Banche arrangers*;
 - alla rimodulazione della parte relativa ai mutui sottostanti per i quali è intervenuta la rinegoziazione;
 - all'ottimizzazione della restante porzione relativa a quella quota di mutui che non sono stati oggetto delle operazioni di estinzione anticipata o rinegoziazioni.

Successivamente, è intervenuta la Determinazione Dirigenziale n. 875123 dell'8 settembre 2005, avente ad oggetto la *“ristrutturazione della posizione in derivati in essere a seguito dell'emissione del prestito obbligazionario per l'estinzione anticipata dei mutui a carico del bilancio comunale e della rinegoziazione dei mutui con la Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. concessi al Comune di Milano anteriormente al 1° gennaio 1997”.*

In sostanza, dopo la conclusione dell'operazione di estinzione anticipata dei mutui effettuata in giugno, l'Amministrazione ha preso in considerazione l'esistenza di un precedente contratto di *swap di tasso di interesse* concluso con Unicredit Banca d'Impresa - UBI che aveva ad oggetto, in parte, alcuni dei contratti di mutuo estinti anticipatamente con l'operazione conclusa nel mese di giugno (per un importo di euro 304.340.627,41) ed ha deciso di:

- trasferire alle *Banche Arrangers* una porzione di operazione in derivati in essere tra lo stesso Comune di Milano e UBI per un importo pari ad euro 48.164.000,00;
- ristrutturare con UBI la quota restante del derivato in essere (al netto dell'operazione definita al punto precedente), al fine di adeguare le scadenze dello stesso *swap* al debito sottostante;
- risolvere anticipatamente una parte dell'operazione, pari al 20,75% dell'importo originale, compensando i costi attraverso la quota accantonata al *“fondo ammortamento swap”* (Cap. 11051/3/0) del bilancio comunale per un importo pari ad euro 20.000.000.

A seguire, in data 20 ottobre 2005, il Comune di Milano e le Banche Arrangers hanno concluso un atto modificativo del contratto originario (amendment and restatement) con il quale hanno recepito le modifiche indicate sopra.

Dall'esame dei documenti acquisiti risulta che a seguito della modifica le condizioni del derivato di tasso di interesse sono mutate. Infatti, l'operazione che ha comportato la chiusura del derivato stipulato nel 2002 con Unicredit e il riassorbimento dello stesso nell'ambito di una nuova operazione con le *Banche Arrangers*, con l'assorbimento di un market to market negativo, ha comportato una modifica delle condizioni del tasso variabile a carico del Comune e, in particolare, un innalzamento del cap al 6,41%.

L'esame delle nuove clausole contrattuali conseguenti alla circostanza che le Banche Arrangers hanno assorbito un precedente derivato accollandosi il market to market negativo ha comportato un aumento del rischio finanziario a carico dell'ente pubblico.

Prima della conclusione del contratto, non risulta sia stata svolta alcuna specifica valutazione sulla convenienza economica e sull'incidenza che la stessa ha avuto sull'operazione contrattuale che era stata conclusa solo due mesi prima.

La mancata valutazione della convenienza, anche in relazione al contenuto dell'operazione contrattuale è questione delicata perché riguarda mutui oggetto dell'estinzione anticipata, effettuata pochissimi mesi prima.

Suscita perplessità la circostanza che l'ente non abbia tenuto conto di questo problema (il parziale riassorbimento del derivato Unicredit) al momento della valutazione e conclusione dell'operazione base, poiché il costo dell'estinzione incide sicuramente sulla complessiva convenienza dell'operazione.

6.1.2) Seconda integrazione

Successivamente, con Determinazione Dirigenziale, n. 202220 del 1° marzo 2006 avente ad oggetto "*prestito obbligazionario comunale 2035: aggiornamento dei contratti di Amortising Swap stipulati in data 8 settembre 2005 con JP Morgan e DEPFA Bank*"; l'ente ha approvato una seconda integrazione al contratto originario che non è stata preceduta da alcuna specifica delibera del Consiglio o della Giunta comunale. La modifica sarebbe stata originata da una comunicazione di Depfa in ordine al valore del *Market to market* che sarebbe risultato negativo.

La ragione della modifica è esplicitata nella determina dirigenziale di approvazione che rileva che "*dalla data di chiusura della citata operazione di ristrutturazione di una quota di debito del Comune, il quadro macroeconomico si è modificato ed in particolare i tassi di interesse hanno subito un rialzo a seguito delle decisioni assunte dalle Autorità centrali preposte*" e che, in particolare, "*la curva forward dell'Euribor 12 mesi ha subito un movimento verso l'alto dal momento di chiusura degli swap ad oggi e che tale movimento riflette l'aspettativa di una ripresa, già annunciata dalla Banca Centrale Europea, dei tassi che, si presume, più rapida di quella che il mercato si attendeva nel settembre scorso*" e che,

pertanto, risulterebbe *"opportuno riprendere in esame la struttura attualmente in essere per adeguarla alle mutate condizioni di mercato con un duplice obiettivo:*

- *diversificare il profilo di rischio del portafoglio di derivati del Comune di Milano;*
- *ridurre, al verificarsi dello scenario previsto, il costo dell'indebitamento".*

Il Comune ha deciso, quindi, di modificare il contratto relativo al derivato di tasso di interesse nei termini stabilendo di calcolare l'importo dovuto alle due Banche Arrangers calcolando il tasso Euribor 12 mesi in arrears + 15 b.p., con un floor del 3.65% fino al 2013, del 3.80% fino al 2015, del 3.92% fino al 2020 e del 3.97% fino alla scadenza. Le parti hanno, inoltre, stabilito un cap del 7.05%.

A seguire, il Comune di Milano e le due *Banche Arrangers* interessate (JP Morgan e DEPFA) hanno modificato il contratto originario, recependo le condizioni contrattuali indicate sopra.

Anche questa modifica ha comportato un aumento del rischio finanziario che il Comune si è accollato, se solo si considera che sono state innalzate sia le soglie del floor che quella del cap.

6.1.3) Terza integrazione

Pochi mesi dopo le parti hanno convenuto una ulteriore modifica al contratto che è stata preceduta da una Delibera di indirizzo della Giunta comunale (n. 14977/06, in data 19 maggio 2006), avente ad oggetto *"indirizzi della Giunta per la ristrutturazione dello swap di copertura relativo al Bond "Comune di Milano 2035" concluso con Deutsche Bank con inclusione della posizione swap "UBI" sui mutui a parametro ministeriale".*

La Giunta, con l'atto di indirizzo in questione, ha stabilito, in particolare, di incaricare il Responsabile del Settore Finanziario di ristrutturare solo la parte dello *swap di ammortamento* relativo al Bond *"Comune di Milano 2035"* in quota a Deutsche Bank, con l'inclusione della posizione relativa allo *swap di tasso di interesse "UBI"*, stipulato in data 12 marzo 2003, procedendo da una parte, alla modifica relativa al solo contratto stipulato con la Deutsche Bank, sulla base di una proposta presentata da quest'ultima (i termini della quale vengono riassunti negli indirizzi al Responsabile del Settore Finanziario) e, dall'altro, alla cancellazione dell'operazione "UBI" mediante trasferimento della posizione del Comune di Milano verso "UBI" a Deutsche Bank.

L'operazione è stata conclusa a seguito della Determinazione Dirigenziale n. 523197 del 29 maggio 2006, avente ad oggetto *"prestito obbligazionario comunale 2035: aggiornamento del contratto di Amortising Swap stipulato in data 8 settembre 2005 con Deutsche Bank".*

Si è trattato, in sostanza della novazione dello swap di tasso di interesse in essere con la società Unicredit Banca Mobiliare, mediante la cessione del contratto, stipulato in data 12 marzo 2003, all'Istituto Deutsche Bank, con contestuale estinzione del relativo derivato.

Secondo quanto indicato nella determinazione sopra citata, attraverso la novazione dello swap in essere con UBM mediante la cessione a Deutsche Bank, il Comune di Milano

avrebbe chiuso tale posizione senza incorrere nel costo di estinzione anticipata poiché quest'ultimo *"sarà infatti pagato attraverso la ristrutturazione dello swap in essere con DB"*.

Dalla citata determina risulta anche la concreta articolazione dell'operazione, da eseguirsi, da un lato, mediante la cessione da parte del Comune, tramite un contratto di novazione, dello swap in essere con UBM a Deutsche Bank e l'estinzione del derivato da parte di Deutsche Bank e, dall'altro, la modifica dello swap di ammortamento al fine di consentire il pagamento del mark to Market negativo per un importo pari a circa 3.050.000 euro. La modifica dei termini contrattuali ha previsto il cambiamento delle clausole relative al tasso applicabile allo swap di tasso di interesse, che è stato così ristrutturato: determinazione dell'importo da pagare con l'applicazione di un tasso fisso il 29 giugno 2006 pari al 3,09%, di un ulteriore tasso fisso pari al 3,165% il 29 giugno 2007 e successivamente di un tasso variabile pari all'Euribor 12 m., con la previsione di un floor pari al 3.90%.

A seguire, il Comune di Milano e le Deutsche Bank hanno stipulato un atto aggiuntivo al contratto originario, con il quale hanno convenuto recepito le condizioni indicate sopra.

La nuova operazione contrattuale è stata motivata unicamente dalla volontà del Comune di Milano di chiudere una posizione contrattuale negativa.

A prescindere da ogni valutazione in merito alla scelta della controparte, le modalità seguite destano perplessità in relazione alla circostanza che il costo non è stato sostenuto immediatamente dal Comune ma è stato ripartito negli anni attraverso la rimodulazione delle clausole dello swap di tasso di interesse.

Anche in questo caso la modifica delle clausole, sia pure conseguente all'accollo di un debito da parte di Deutsche Bank, ha comportato una crescita del rischio finanziario del Comune.

6.1.4) Quarta integrazione

La quarta modifica non è stata preceduta da alcuna specifica delibera del Consiglio o della Giunta, ma è avvenuta a seguito di una articolata Determinazione Dirigenziale del 20 ottobre 2006, n. 988018, avente ad oggetto *"prestito obbligazionario comunale 2035: aggiornamento dei contratti di Amortising Swap stipulati in data 8 settembre 2005 con JP Morgan e DEPFA Bank"*.

Dalla determinazione che ha avviato la procedura diretta a modificare l'operazione si evince che dopo la conclusione dell'operazione avvenuta nel settembre 2005 *"il quadro macroeconomico si è modificato ed in particolare i tassi di interesse hanno subito un rialzo a seguito delle decisioni assunte dalle Autorità centrali preposte"* e che, in particolare *"la curva forward dell'Euribor 12 mesi ha subito un movimento verso l'alto dal momento di chiusura degli swap ad oggi e che tale movimento riflette l'aspettativa di una ripresa, già annunciata dalla Banca Centrale Europea, dei tassi che, si presume, più rapida di quella che il mercato si attendeva in precedenza"* e che, pertanto, è opportuno sarebbe stato opportuno procedere alla modifica del contratto originario.

In particolare viene manifestata la volontà dell'ente di:

- ristrutturare il piano di ammortamento in modo che il Comune di Milano paghi le quote di capitale non più annualmente ma mensilmente;
- continuare a pagare la quota interessi con scadenza annuale, calcolandola sul capitale in essere alla data di pagamento;
- adeguare la struttura del collar dello swap di tasso di interesse in relazione al nuovo piano di ammortamento.

L'ente ha deciso di procedere alla modifica ritenendo che la nuova struttura contrattuale consentisse nel breve periodo di ottenere risparmi, sia in linea capitale che in linea interessi.

Dopo la modifica la determinazione dell'importo che il Comune era tenuto a pagare alle Banche Arrangers in relazione allo swap di tasso di interesse sarebbe stata calcolata applicando al capitale il tasso Euribor 12 mesi in arrears + 15b.p., con un floor al 3,88% fino al 2013, al 4,10% fino al 2015, al 4,30% fino al 2020 e al 4,40% fino alla scadenza.

A seguito della modifica, le quote di capitale vengono versate nel fondo dal Comune mensilmente, anziché annualmente, ma il corridoio di fluttuazione degli interessi (floor) prevede un costante innalzamento, nella sua soglia minima.

A seguire, il Comune di Milano e le Banche Arrangers hanno stipulato un atto aggiuntivo al contratto originario con il quale, hanno recepito le condizioni indicate sopra.

Anche questa modifica delle condizioni contrattuali ha innalzato il rischio finanziario dell'ente pubblico.

6.1.5) Quinta integrazione

Anche la quinta modifica è stata disposta con determinazione dirigenziale n. 585420 del 27 giugno 2007, avente ad oggetto la "*modifica della convenzione di rilevazione del parametro di riferimento relativo all'Admortising Swap concluso nel giugno 2005 con JP Morgan e DEPFA*".

Anche in questo caso, l'Ente ha posto alla base della decisione di procedere alla modifica delle condizioni contrattuali il mutamento del "*quadro macroeconomico si è modificato ed in particolare i tassi di interesse hanno subito un rialzo, largamente inatteso, a seguito delle decisioni assunte dalla Autorità centrali preposte*" che giustificherebbe una modifica del *collar* previsto dal contratto di *swap*.

In occasione di questa modifica, l'ente ha verificato le condizioni contrattuali esistenti in relazione a ciascuna posizione, mettendo in luce che:

1) Posizione JP Morgan e DEPFA

- Nozionale residuo al 30.06.07 pari ad euro 410.786.337, in ammortamento;
- Il Comune di Milano riceve un tasso fisso pari al 4,019%, in relazione all'importo di 421.336.750 euro, sino alla scadenza;
- Il Comune di Milano paga un importo determinato dal tasso Euribor 12M in arrears, maggiorato di uno spread pari allo 0,15%, annuale, con un cap al 7,05% e floor secondo il seguente schema:

- dal 29 giu 2006 al 29 giu 2013 floor al 3,88%
- dal 29 giu 2013 al 29 giu 2015 floor al 4,10%
- dal 29 giu 2015 al 29 giu 2020 floor al 4,30%
- dal 29 giu 2020 al 29 giu 2035 floor al 4,40%

2) Posizione UBS

- Nozionale residuo al 30.06.07 pari ad euro 413.848.086, in ammortamento;
- Il Comune di Milano riceve un tasso fisso pari al 4,019% sull'importo di euro 421.336.750, fino alla scadenza;
- Il Comune di Milano paga un importo determinato dal tasso Euribor 12M in arrears, maggiorato di uno spread pari allo 0,22%, annuale, con un cap al 6,41% e floor al 3,70%;

3) Posizione Deutsche Bank

- Nozionale residuo al 30.06.07 pari ad euro 413.848.086, in ammortamento;
- Il Comune di Milano riceve un tasso fisso pari al 4,019% sull'importo di euro 421.336.750 sino alla scadenza;
- Comune di Milano paga un importo determinato applicando il tasso fisso del 3,09% al 29 giugno 2006, del 3,165% al 29 giugno 2007 e successivamente a tasso variabile applicando il tasso Euribor 12M con floor al 3,90%.

A seguire, dalla determinazione di avvio della procedura di modifica, si evince che l'ente ha ritenuto opportuno *"riprendere in esame la struttura attualmente in essere per modificare la convenzione di fissazione del parametro"* e, in particolare, rilevato che *"essendo il tasso attualmente fissato in arrears, al pagamento annuale del 30.06 possono verificarsi degli scostamenti tra quanto da pagare e quanto previsto in sede di stesura del bilancio di previsione, ovvero a dicembre dell'anno precedente"* ha specificato che *"poter fissare il tasso in advance, ovvero in corrispondenza dell'inizio del periodo su cui il tasso stesso va applicato, elimina di fatto il rischio di fare previsioni errate e predisporre stanziamenti non sufficienti nei relativi capitoli di bilancio"*.

Conseguentemente, l'Ente ha deciso di intervenire solo su due posizioni, quelle di DEPFA e JPMORGAN e, fermo restando il cap precedentemente previsto, portare lo spread applicabile al tasso variabile euribor da 15 a 22 p.b. e aggiustare conseguentemente gli strike del floor, con la conseguenza che i livelli dei tassi sulla base di questa impostazione sarebbero i seguenti:

- dal giugno 2007 al giugno 2015 (primo pagamento nel 2008): strike del floor a 4,00%;
- dal giugno 2015 alla scadenza (primo pagamento nel 2016): strike del floor a 4,25%;
- spread sull'euribor 12m rilevato in advance: 0.22%;
- i tassi minimi pagati dall'ente sarebbero di conseguenza e rispettivamente pari al 4,22% e al 4,47%.

A seguito di questa modifica vi è un sostanziale innalzamento del floor che, ovviamente, incide in modo sostanziale sulle condizioni finanziarie dell'operazione, con aggravamento, anche in questo caso, del rischio assunto dal Comune.

A seguire, il Comune di Milano e la Deutsche Bank e la Depfa hanno stipulato un atto aggiuntivo al contratto originario con il quale hanno recepito le modifiche indicate sopra.

6.1.6) Sesta integrazione

Anche questa modifica è stata decisa ed effettuata a seguito di una Determinazione Dirigenziale, in data 9 ottobre 2007 n. 888183, con la quale l'ente ha proceduto ad una *"ristrutturazione tramite operazione di Credit Default Swap (CDS) dei contratti di admortising swap relativi al prestito obbligazionario "City of Milan 2005-2035", stipulati con JP Morgan, UBS, Deutsche Bank e DEPFA Bank"*.

L'opportunità di procedere all'operazione è motivata, come segue: *" anche alla luce del mutato quadro macroeconomico, delle nuove opportunità offerte dai mercati finanziari, in particolare in termini di affinamento di alcune forme di copertura dal rischio è stata verificata la possibilità di rendere più efficiente la gestione del medesimo e una maggiore remunerazione dei fondi accantonati, rispetto a quanto consentito dal precedente contratto, in particolare tramite vendita di protezione su Repubblica italiana"* e, pertanto, *L'ente ha deciso, in accordo con le Banche Arrangers di procedere alla stipula di un Credit Default Swap - CDS - che rientra fra gli strumenti finanziari "sintetici nei quali il venditore di protezione garantisce il compratore dai rischi connessi al default dell'ente di riferimento (lo Stato italiano) contro pagamento di un premio"*.

A seguito dell'emanazione della determina in oggetto e della sottoscrizione delle modifiche al contratto base, il Comune ha modificato l'operazione contrattuale conclusa nel giugno 2005, prevedendo una variazione delle modalità di accantonamento delle somme necessarie per rimborsare il prestito obbligazionario.

Occorre mettere in luce che le parti hanno utilizzato uno strumento contrattuale, il *Credit default swap - CDS*, in uso nei mercati finanziari internazionali che ha ad oggetto il trasferimento del rischio di credito da una parte all'altra, in relazione ad una particolare tipologia di investimento finanziario o a un soggetto di riferimento (*Reference Entity*).

Il venditore della protezione, a fronte del pagamento di un premio da parte del compratore, assume il rischio di credito inerente il soggetto di riferimento (*Reference Entity*) e ove si verifichi uno degli eventi previsti nel contratto, *Credit event*, è tenuto ad indennizzare il compratore in relazione alle perdite subite.

I rischi compresi nel *"Credit event"* in relazione alla Reference Entity sono le procedure concorsuali, il mancato pagamento di obbligazioni e la ristrutturazione di particolari categorie di obbligazioni. Si tratta di eventi particolari, riconducibili ad una situazione di insolvenza totale o parziale della Reference Entity.

In relazione al contratto concluso dal Comune di Milano la *Reference Entity* è stata individuata nella Repubblica Italiana e a fronte di un investimento in titoli emessi da

quest'ultima, il Comune di Milano ha venduto alle *Banche Arrangers* la protezione sul rischio di credito, assumendosi l'onere di indennizzare gli intermediari finanziari al verificarsi di uno dei *Credit events* indicati sopra.

In base al contratto, le *Banche Arrangers* sono tenute ad accantonare le somme versate dal Comune in relazione allo *swap di ammortamento* su un conto bancario vincolato da pegno a favore del Comune ("*a security deed governed by English law in favour of*" del Comune di Milano, è specificato nel contratto).

Il *Credit default swap*, come ogni altro strumento finanziario, ha un valore di mercato che muta in relazione alla situazione finanziaria della *Reference Entity*, in questo caso la Repubblica Italiana, e può costituire oggetto di negoziazione e di altre operazioni finanziarie. Considerato che la *Reference Entity* è la Repubblica Italiana e che ogni *Credit Event* potrebbe coinvolgere anche il Comune di Milano poiché riguarderebbe l'intera finanza pubblica può ritenersi che il valore di mercato del titolo, positivo o negativo, non sia indicativo dei rischi assunti dal Comune che non ha effettuato l'operazione con intento speculativo finanziario, ma per assicurare maggiore protezione al precedente investimento.

La soluzione scelta dalle parti non prevede alcuna modifica del piano di ammortamento del capitale preesistente, nel senso che il Comune di Milano continuerà ad effettuare i versamenti dovuti alle *Banche Arrangers* a fronte dello *swap di ammortamento* e le *Banche Arrangers* verseranno le somme ricevute nel conto vincolato indicato sopra, sul saldo del quale viene costituito un pegno a favore del Comune.

Le *Banche Arrangers* hanno versato al Comune, in qualità di venditore della protezione, il prezzo che è stato concordato, in base agli andamenti del mercato, al momento della vendita in complessivi 14.000.000 di euro che il Comune ha incassato nel 2008.

6.1.7) Conclusioni in merito alle modifiche

La complessità dell'operazione che prevede una durata di trenta anni e la circostanza che in un breve arco temporale siano intervenute ben sei modifiche comporta la necessità di trarre alcune conclusioni.

Prima è opportuno, però, riassumere sinteticamente il contenuto finanziario dell'operazione e delle successive modifiche:

Prospetto riepilogativo delle operazioni di ristrutturazione dello Swap di ammortamento del Bond "City of Milan 2005-2035" seguite all'emissione dal 2005 al 2007

Data stipula o ristrutturazione o <i>Amendment</i>	Nozionale sottostante	Condizioni
Emissione obbligazionaria 29/06/2005 <u>Delibera Consiglio n° 44/2005</u> <u>del 16.06.05</u> <u>Delibera Giunta n° 1511/2005</u> <u>del 21.06.05</u>	€ 1.685.000.000 JP Morgan DEPFA Bank Deutsche Bank UBS	Comune paga: fisso 4,019% sul nozionale per trenta anni ai possessori del bond
Chiusura dello Swap di ammortamento 29/06/2005 <u>Delibera Consiglio n° 44/2005</u> <u>del 16.06.05</u> <u>Delibera Giunta n° 1511/2005</u> <u>del 21.06.05</u>	€ 1.685.000.000 JP Morgan DEPFA Bank Deutsche Bank UBS	Comune riceve: fisso 4,019% sul nozionale Comune paga: Euribor 12M su amortising con cap al 6,19% e floor al 3,48%
Rinegoziazione del 08/09/2005 <u>Delibera di Giunta n° 2008/2005</u> <u>del 26.07.05</u>	€ 1.685.000.000 JP Morgan DEPFA Bank Deutsche Bank UBS	Comune riceve: fisso 4,019% sul bullet Comune paga: Euribor 12M + 0,22 su amortising con cap al 6,41% e floor al 3,70%

<p>Amendment del 01/03/06</p> <p>(modifica collar) Determina Dirigenziale PG n° 202220/2006 del 01.03.06</p>	<p>842,66 milioni di €</p> <p>JP Morgan DEPFA Bank</p>	<p>Comune riceve: fisso 4,019% sul bullet</p> <p>1) Comune paga sul 50% del nozionale: Euribor 12M + 0,22 % su amortising con cap al 6,41% e floor al 3,70%</p> <p>2) Comune paga sul 50% del nozionale: Euribor 12M + 0,15% su amortising cap al 7,05%</p> <p>floor</p> <p>3,65% da 2006 a 2013 3,80% da 2013 a 2015 3,92% da 2015 a 2020 3,97% da 2020 al 2035</p>
<p>Rinegoziazione del 29/05/2006</p> <p>Delibera di Giunta n° 1497/2006 del 19.05.06</p>	<p>421,33 milioni di €</p> <p>Deutsche Bank</p>	<p>Comune riceve: fisso 4,019% sul bullet</p> <p>Comune paga: 3,09 % fisso per il 2006 3,165 % fisso per il 2007 Euribor con floor a 3,90% dal 2007 al 2035</p>
<p>Amendment del 20/10/06</p> <p>(rateizzazione) Determina Dirigenziale PG n° 988018/2006 del 20.10.06</p>	<p>842,66 milioni di €</p> <p>JP Morgan DEPFA Bank</p>	<p>Comune riceve: fisso 4,019% sul bullet</p> <p>Comune paga sul 50% del nozionale: Euribor 12M + 0,15% su amortising cap al 7,05%</p> <p>floor</p> <p>3,88% da 2006 a 2013 4,10% da 2013 a 2015 4,30% da 2015 a 2020 4,40% da 2020 al 2035</p>
		<p>Comune riceve: fisso 4,019% sul bullet</p>

<p>Amendment del 27/06/07</p> <p>(modifica convenzione di fissazione tasso da arrears in advance) Determina Dirigenziale PG n° 585420/2007 del 27.06.07</p>	<p>842,66 milioni di €</p> <p>JP Morgan DEPFA Bank</p>	<p>Comune paga sul 50% del nozionale:</p> <p>Euribor 12M + 0,22% su amortising cap al 7,05% floor 4,00% da 2007 a 2015 4,25% da 2015 al 2035</p>
<p>Amendment del 10/10/07</p> <p>(CDS, passaggio da rischio banche e rischio Repubblica Italiana) Determina Dirigenziale PG n° 888183/2007 del 09.10.07</p>	<p>€ 1.685.000.000</p> <p>JP Morgan DEPFA Bank Deutsche Bank UBS</p>	<p>Comune riceve:</p> <p>fisso 4,019% sul bullet</p> <p>1) Comune paga sul 50% del nozionale:</p> <p>Euribor 12M + 0,22 % su amortising con cap al 7,05% floor 4,00% da 2007 a 2015 4,25% da 2015 al 2035</p> <p>2) Comune paga sul 25% del nozionale:</p> <p>3,09% fisso per il 2006 3,165% fisso per il 2007 Euribor flat con floor a 3,90% dal 2007 al 2035</p>

		3) Comune paga sul 25% del nozionale: Euribor 12M + 0,22 % su amortising con cap al 6,41% e floor al 3,70%
--	--	--

6.2) La procedura amministrativa seguita dall'ente

Tutte le operazioni di modifica ed integrazione del contratto originario sono state poste in essere con determinazione del Dirigente Responsabile di settore e non sono state precedute da una specifica delibera del Consiglio comunale e solo alcune di esse sono state eseguite a seguito di uno specifico indirizzo proveniente dalla Giunta Comunale.

Infatti, solamente la prima e la terza variazione sono intervenute a seguito di uno specifico atto di indirizzo della Giunta comunale.

Nella memoria del 29 febbraio 2008 e in sede di discussione pubblica l'ente ha giustificato il suo comportamento proponendo la distinzione tra modifica sostanziale del contratto e semplice aggiustamento, ritenendo che solo nel primo caso occorresse una delibera di Giunta di indirizzo, mentre nel secondo sarebbe stata sufficiente la sola determinazione del Dirigente responsabile di settore.

Peraltro, occorre mettere in luce che tutte le modifiche contrattuali hanno effetti sul bilancio futuro dell'ente e sulla gestione delle risorse, cosicché sembrerebbe necessario che le singole modifiche siano sempre precedute da una delibera del Consiglio o della Giunta, quando si vengano a ipotizzare le loro future decisioni.

L'aumento delle soglie dei tassi minimi che l'ente è tenuto a corrispondere così come la conclusione di un nuovo contratto come il *Credit Default swap - CDS* (sesta integrazione) vengono ad incidere sul profilo dell'operazione e rendono quantomeno utile che siano precedute dalle scelte di indirizzo di competenza dell'organo politico.

E' ben vero che nel caso di specie in sede di programmazione annuale nell'ambito del Piano Esecutivo di Gestione, approvato dalla Giunta comunale, è sempre stato affidato al Dirigente di settore l'obiettivo di ottimizzare l'utilizzo delle risorse inerenti l'indebitamento e, in particolare, l'operazione in questione.

Tuttavia, sarebbe opportuno che, in futuro, l'ente valutasse con attenzione l'opportunità che eventuali modifiche o integrazioni siano sempre precedute da una valutazione degli organi di indirizzo politico, anche in relazione alle possibili ripercussioni finanziarie ed ai vincoli che possono derivare sui bilanci futuri dell'ente.

6.3) Il riassorbimento di altri derivati

Con due distinte variazioni, (la prima e la terza) l'ente ha previsto il riassorbimento all'interno del contratto originario di due derivati di tasso di interesse stipulati in precedenza.

Entrambe le modifiche sono state previste dalla Giunta comunale che dopo averne valutato l'opportunità ha fornito gli indirizzi operativi al Dirigente di settore.

In questo caso si è in presenza di una variazione sostanziale del contratto che merita alcune puntualizzazioni.

6.3.1) La prima modifica UBI

Con questa variazione, apportata dopo soli due mesi dalla stipula del contratto originario, la Giunta comunale ha disposto il parziale assorbimento all'interno dello *swap di tasso di interesse*, concluso con le *Banche Arrangers*, di un precedente swap di tasso di interesse, divenuto parzialmente privo di capitale nozionale di riferimento a seguito dell'estinzione anticipata dei mutui di riferimento nell'ambito dell'operazione esaminata in questa sede.

Le perplessità inerenti la chiusura di questo contratto derivano unicamente dalla circostanza che non risulta esplicitata la ragione in base alla quale l'ente non ha tenuto in considerazione l'esistenza di questo contratto al momento della conclusione dell'operazione principale, avvenuta solo un mese prima delle delibere di Giunta che hanno avviato l'estinzione dei mutui.

Infatti la modifica contrattuale relativa a questo contratto ha comportato, comunque, una variazione delle condizioni contrattuali originarie che hanno provocato una situazione di potenziale aumento del rischio finanziario a carico del Comune che sarebbe stato opportuno valutare sin dall'inizio.

6.3.2) La seconda modifica UBI (chiusura posizione, mediante novazione)

Con questa modifica (terza variazione contrattuale) l'intervento è stato ancora più significativo perché si è chiusa la posizione di un precedente derivato che presentava un *mark to market* negativo, che è stato assorbito all'interno del contratto di *swap di tasso di interesse* in essere con Deutsche Bank.

L'assorbimento del precedente derivato e, soprattutto del *mark to market* negativo, ha comportato una significativa modifica delle condizioni contrattuali originarie con un conseguente aumento del rischio finanziario del Comune, dato in particolare dall'innalzamento del *floor*.

Se anche sono comprensibili le ragioni dell'operazione, la stessa desta alcuna perplessità sotto il profilo della sana gestione finanziaria perché un debito attuale (il *mark to market* negativo) riferito ad un contratto diverso da quelli oggetto dell'operazione di ristrutturazione è stato inserito all'interno di un meccanismo contrattuale diverso, oltretutto traslando verso il futuro gli oneri, con ulteriori vincoli per la gestione delle future risorse dell'ente.

6.4) La variazione della curva dei tassi e la modifica degli impegni delle parti

Ogni variazione del contratto ha comportato una variazione delle curve dei tassi relativi allo *swap di tasso di interesse* a carico del Comune, prevedendo generalmente un innalzamento del *floor*, vale a dire del tasso minimo che il Comune è, comunque, tenuto a pagare, indipendentemente dalle condizioni di mercato (vale a dire, in pratica, in caso discesa dei tassi).

L'ente ha giustificato la circostanza mettendo in luce che sarebbe dipeso, in larga misura, da un "*mutamento delle condizioni di mercato*" e a sostegno dei suoi assunti ha fornito le curve dei *tassi forward*, vale a dire le curve relative alle variazioni dei tassi a attese in relazione all'evoluzione dei mercati finanziari.

Tuttavia, ferma restando la validità dell'affermazione in ordine alla circostanza che il mutamento delle condizioni di mercato incide sull'andamento dei tassi rendendo necessari aggiustamenti al fine di ottimizzare ciascuna posizione, deve essere messo in luce che le variazioni delle condizioni contrattuali inerenti i tassi di interesse e, in particolare, l'innalzamento del *floor* è riconducibile principalmente ai diversi oneri che le *Banche Arrangers* sono andate assumendosi (ad esempio: assorbimento di precedenti derivati) ed alle commissioni implicite che le stesse hanno applicato in occasione di ogni variazione contrattuale.

6.5) Il credit default swap

Alcune considerazioni specifiche merita il contratto di *credit default swap* stipulato dall'ente nell'ottobre 2007.

La variazione contrattuale conclusa mediante questo particolare strumento finanziario ha comportato un aumento delle garanzie in favore del Comune a fronte dell'assunzione di un nuovo rischio.

La ponderazione del rischio originario con quello successivo evidenzia che l'ente ha inteso ricercare una forma di garanzia e protezione dell'operazione originaria.

Infatti è ben vero che vendendo il *Credit default swap* il Comune di Milano si è assunto il rischio dei *Credit Events* inerenti la Repubblica italiana, ma è altrettanto vero che a fronte dell'assunzione di questo rischio, l'intero capitale versato in relazione allo *swap di ammortamento* viene accantonato su conti bancari sul saldo dei quali viene costituito un pegno in favore del Comune.

In questo modo il rischio inerente il versamento dell'intero capitale alle *Banche Arrangers* nell'ambito dello *swap di ammortamento*, messo in luce nella prima parte di questa delibera, viene mitigato dalle possibili maggiori garanzie che il pegno sul saldo del conto implica, anche in caso di insolvenza, totale o parziale, dell'intermediario finanziario.

L'eventuale valore negativo di mercato che nel corso degli anni il *Credit default swap* possa assumere in conseguenza di un *downgrading* dei titoli della Repubblica italiana non

comporta conseguenze negative per il Comune di Milano poiché, da un lato, l'unica garanzia fornita riguarda i *Credit Events* e, dall'altro, l'ente non ha uno specifico interesse ad operare sul mercato dei *CDS*.

6.6) Le comunicazioni al Ministero dell'Economia e delle finanze

In precedenza, si è rilevato come la normativa vigente imponga agli enti territoriali che intendono procedere ad effettuare operazioni di finanza derivata di dare preventiva comunicazione al Ministero dell'Economia e delle finanze. Si è precisato, inoltre, che la comunicazione deve essere trasmessa ogni volta che l'ente intende effettuare una modifica del contratto originario.

In relazione alle modifiche che sino ad oggi hanno interessato il contratto, il Comune di Milano ha osservato gli obblighi di informativa nei confronti del Ministero dell'Economia.

6.7) L'allocazione in bilancio dei flussi derivanti dal contratto

La tabella che segue illustra i flussi generati dal contratto di swap e la loro allocazione in bilancio.

Flussi operazioni Swap Bond 2005 – Consuntivo 2005

Descrizione	Date		liquidazione	introito
	dal	al	U.Tit. III	E. Tit. III
JP Morgan				
Depfa Bank				
Deutsche Bank				
UBS				
Totali anno 2006			0,00	0,00

Flussi operazioni Swap Bond 2005 – Consuntivo 2006

Descrizione	Date		liquidazione	introito
	dal	al	U.Tit. III	E. Tit. III
JP Morgan	29-Jun-06	29-Jun-2007	7.488.663,88	1.341.138,28
Depfa Bank	29-Jun-06	29-Jun-2007	7.488.663,88	1.341.138,28
Deutsche Bank	29-Jun-06	29-Jun-2007	7.488.663,88	3.733.394,72
UBS	29-Jun-06	29-Jun-2007	7.488.664,00	1.127.543,98
Totali anno 2006			29.954.655,64	7.543.215,26

Flussi operazioni Swap Bond 2005 – Consuntivo 2007

Descrizione	Date		liquidazione	introito
	dal	al	U.Tit. III	E. Tit. IV
JP Morgan	29-Jun-06	29-Jun-07		
	30-dic-06	29-gen-07	607.875,71	
	30-gen-07	28-feb-07	610.104,59	
	1-mar-07	29-mar-07	612.341,64	
	30-mar-07	29-apr-07	614.586,89	
	30-apr-07	29-mag-07	616.840,38	
	30-mag-07	29-giu-07	619.102,13	
	30-giu-07	29-lug-07	621.372,17	
	30-lug-07	29-ago-07	623.650,53	

	30-ago-07	29-set-07	625.937,25	
	30-set-07	29-ott-07	628.232,35	
	30-ott-07	29-nov-07	630.535,87	
	30-nov-07	29-dic-07	632.847,84	
Depfa Bank	30-dic-06	29-gen-07	607.875,71	
	30-gen-07	28-feb-07	610.104,59	
	1-mar-07	29-mar-07	612.341,64	
	30-mar-07	29-apr-07	614.586,89	
	30-apr-07	29-mag-07	616.840,38	
	30-mag-07	29-giu-07	619.102,13	
	30-giu-07	29-lug-07	621.372,17	
	30-lug-07	29-ago-07	623.650,53	
	30-ago-07	29-set-07	625.937,25	
	30-set-07	29-ott-07	628.232,35	
	30-ott-07	29-nov-07	630.535,87	
	30-nov-07	29-dic-07	632.847,84	
Deutsche Bank	29-Jun-06	29-Jun-07	77.879.633,28	3.413.003,23
UBS	29-Jun-06	29-Jun-07	77.879.633,28	
Totali anno 2007			30.466.121,26	3.143.003,23

Flussi operazioni Swap Bond 2005 – Preventivo 2008

Descrizione	Date		liquidazione	introito
Istituto	dal	al	U.Tit. III	E. Tit. IV
JP Morgan	29-jun-07	29-Jun-08		
	30-dic-07	29-gen-08	635.168,28	
	30-gen-08	28-feb-08	637.497,23	
	29-feb-08	29-mar-08	639.834,72	
	30-mar-08	29-apr-08	642.180,78	
	30-apr-08	29-mag-08	644.535,44	
	30-mag-08	29-giu-08	646.898,74	
	30-giu-08	29-lug-08	649.270,70	
	30-lug-08	29-ago-08	651.651,36	
	30-ago-08	29-set-08	654.040,75	
	30-set-08	29-ott-08	656.438,90	
	30-ott-08	29-nov-08	658.845,84	
	30-nov-08	29-dic-08	661.261,61	
Depfa Bank	30-dic-07	29-gen-08	635.168,28	
	30-gen-08	28-feb-08	637.497,23	
	29-feb-08	29-mar-08	639.834,72	
	30-mar-08	29-apr-08	642.180,78	
	30-apr-08	29-mag-08	644.535,44	
	30-mag-08	29-giu-08	646.898,74	
	30-giu-08	29-lug-08	649.270,70	
	30-lug-08	29-ago-08	651.651,36	
	30-ago-08	29-set-08	654.040,75	
	30-set-08	29-ott-08	656.438,90	

	30-ott-08	29-nov-08	658.845,84	
	30-nov-08	29-dic-08	661.261,61	
Deutsche Bank	29-Jun-07	29-Jun-08	8.102.698,64	
UBS	29-Jun-07	29-Jun-08	8.102.698,64	
Totali Preventivo 2008			31.760.645,98	181.877,03

La registrazione contabile dei flussi ha subito alcune modifiche poiché, in una prima fase l'ente ha allocato al Tit. III le entrate derivanti dallo swap, mentre in una seconda fase ha proceduto all'allocazione al Titolo IV se flussi attivi ed al Titolo I se flussi passivi.

La nuova classificazione è conforme a quanto precisato da questa Sezione con la delibera n. 596 del 26 ottobre 2007, come ha messo in luce lo stesso ente nella memoria illustrativa del 29 febbraio 2008.

L'ente, inoltre, ha previsto nel bilancio un Fondo rischi swap che al 1° gennaio 2007 ammontava ad euro 30.076.086,07, come risulta dalla tabella che segue

Fondo rischi swap

Descrizione fondo	Rendiconto della	
	gestione Esercizio Finanziario	Importi al 31 dicembre dell'esercizio di riferimento
Fondo rischi operazioni finanziarie	2005	10.076.068,07
Fondo rischi ed ammortamento operazioni finanziarie	2006	30.076.068,07
TOTALE FONDO AL 01/01/2007= € 30.076.086,07		

La previsione di un idoneo fondo rischi derivati e il suo costante incremento corrisponde ad un criterio di sana gestione finanziaria poiché permette all'ente di far fronte alle eventuali variazioni negative del mercato.

6.8) Il Mark to market ed il comportamento delle *Banche Arrangers*

Nell'ambito dell'esame dei prodotti finanziari derivati una sempre maggiore attenzione è riservata al *mark to market* ed alle sue evoluzioni.

Non si tratta della indicazione di un vero e proprio valore del contratto, ma del valore atteso in base all'evoluzione del mercato che tiene conto della particolare struttura di ciascun contratto, valutata in relazione all'evoluzione del mercato finanziario dei tassi di interesse.

Non rappresenta, quindi, un valore assoluto, ma una valutazione che muta ad ogni variazione, anche giornaliera, del mercato e che viene calcolato in base alle attese sull'evoluzione dei tassi di interesse in relazione alla struttura contrattuale. Il calcolo contiene, ovviamente, elevati margini di aleatorietà, ma le strutture contrattuali complesse che contengono opzioni e soglie minime di pagamento a carico dell'ente (*floor*) in relazione a tassi fissi a carico dell'intermediario finanziario permettono di individuare precise linee di tendenza del contratto.

Al fine di valutare gli impegni che potenzialmente l'ente dovrà sostenere in relazione al contratto è opportuno che vi sia un monitoraggio costante del *mark to market* e che le decisioni, anche di costruzione dei bilanci di previsione dell'ente, siano assunte tenendo conto della potenziale passività e delle conseguenti risorse necessarie per farvi fronte.

Il legislatore, anche al fine di favorire un'adeguata informativa in relazione alla particolare struttura finanziaria dei bilanci degli enti territoriali, ha preso in considerazione la necessità che nell'ambito del bilancio degli enti territoriali vi sia traccia dei contratti di finanza derivata, stabilendo, con la legge finanziaria per il 2008, l'obbligo di allegare al bilancio di ciascun ente una nota mediante la quale venga espressa la valutazione degli oneri e dei rischi finanziari correlati ai contratti relativi a strumenti finanziari derivati²⁹.

Si tratta di un primo passo diretto ad evidenziare quale sia la reale situazione finanziaria dell'ente, anche al fine di porre in atto interventi correttivi, in relazione ai possibili impegni finanziari futuri.

La nota di accompagnamento relativa ai prodotti finanziari derivati deve essere allegata sia al bilancio di previsione che al rendiconto poiché in relazione ad entrambi è necessario precisare l'esatta situazione in cui si trova l'ente³⁰.

In sede di bilancio di previsione, la nota riveste un ruolo importante poiché la gestione corrente che l'ente intende effettuare deve essere coerente con gli impegni finanziari e con le possibili ricadute negative che l'operazione finanziaria può avere sull'ente³¹.

²⁹ Si tratta del co. 383, dell'art. 1, della l. 24 dicembre 2007, n. 244.

³⁰ Corte conti, sez. controllo Lombardia, 28 gennaio 2008, n. 19

³¹ Al riguardo, val la pena mettere in luce che la Corte conti, sez. Autonomie, con la delibera n. 3 del 21 marzo 2008 ha approvato le linee guida per gli organi di revisione degli enti locali che richiedono numerose informazioni in merito ai contratti di finanza derivata, ivi compresa la informazione relativa all'esistenza della nota allegata al bilancio

Ove l'ente abbia approvato il bilancio di previsione prima dell'entrata in vigore della legge finanziaria per il 2008 è opportuno che la nota venga predisposta ed allagata alla prima variazione al bilancio di previsione che l'ente intende approvare.

In sede di rendiconto deve essere allegata poi una nota specifica che, partendo dalle possibili negatività derivanti dal contratto ed al fine di evitare possibili conseguenze negative, indichi se l'Amministrazione ha previsto che una parte delle entrate ovvero dell'avanzo di amministrazione sia stato vincolato al finanziamento di quella spesa, ove maturi una differenza negativa, come suggeriscono le regole di prudenza e sana gestione finanziaria.

In relazione alla particolare situazione del Comune di Milano occorre mettere in luce, in base ai documenti acquisiti, che l'ente segue costantemente l'evoluzione del mercato e la valutazione del *mark to market* dello swap di ammortamento, anche domandando periodicamente alle Banche Arrangers i fornire il calcolo del valore periodicamente assunto dal contratto.

A questo proposito val la pena segnalare che *Deutsche Bank* e *UBS* negli ultimi mesi hanno omesso ogni comunicazione al riguardo, non fornendo il valore del *mark to market*, nonostante le specifiche e formali richieste che in data 31 ottobre 2007 e 12 febbraio 2008 il Comune di Milano ha inviato ai due intermediari finanziari.

Si tratta di un comportamento che non sembra avere alcuna giustificazione e che deve essere stigmatizzato, in considerazione degli oneri di informazione che gravano sugli intermediari finanziari, non solo in base alla legge italiana ma anche al diritto internazionale.

Dalle comunicazioni delle altre due *Banche Arrangers* è emerso che il *mark to market* al 19 febbraio 2008 è negativo per l'importo di euro 63.073.238, riguardo al contratto concluso con Depfa e al 22 febbraio 2008 per l'importo di euro 62.687.418, riguardo a quello concluso con JP Morgan.

Il calcolo del *mark to market* riconducibile alle posizioni di Deutsche Bank e di UBS non è semplice poiché il mutamento delle condizioni contrattuali ha comportato una asimmetria fra le varie posizioni. Tuttavia, lo stesso non dovrebbe essere inferiore a quello degli altri due istituti bancari e, pertanto, il *mark to market* dell'intera operazione dovrebbe essere, intorno alla metà del mese di febbraio 2008, negativo per un importo pari a circa euro 250.000.000.

Si tratta di valori significativi che mettono in luce l'opportunità di proseguire in un'attenta e continua valutazione dell'evoluzione dei valori di mercato dei tassi di interesse sul mercato, procedendo al prudente accantonamento delle risorse necessarie per far fronte agli impegni finanziari.

Un'eventuale chiusura anticipata del contratto o una sua rinegoziazione non sembrerebbe, allo stato, trovare alcuna giustificazione nell'ambito dei principi della sana gestione finanziaria dell'ente.

Da un lato, la chiusura anticipata comporterebbe un costo elevato pari al *mark to market* negativo e la necessità di rimodulare la complessa operazione finanziaria.

Dall'altro, il valore negativo del contratto è dato non solo dall'evoluzione dei mercati finanziari ma dal complesso delle clausole contrattuali che scontano alcune particolari opzioni, quali, in particolare, un elevato *floor* e uno *spread*. Qualunque rinegoziazione sconterebbe comunque il valore negativo del contratto che non viene mai annullato, ma differito nel tempo, con la conseguenza che a fronte di un vantaggio immediato si addenserebbero maggiori oneri nel futuro.

Conclusioni

I profili innanzi esposti vanno portati all'attenzione del Consiglio comunale e degli altri organi del Comune sia a fini conoscitivi che per l'adozione di eventuali interventi correttivi, ove ritenuti necessari od opportuni dall'ente nell'ambito della sua discrezionalità.

Occorre segnalare, inoltre, che l'amministrazione comunale ha fattivamente collaborato fornendo tutti i documenti inerenti sia agli aspetti amministrativi che contrattuali, permettendo la ricostruzione e l'analisi della complessa operazione finanziaria posta in essere nel 2005.

Al fine di meglio comprendere la natura e le finalità delle osservazioni contenute nella presente delibera occorre, ancora una volta, mettere in luce le ragioni della presente verifica.

E' utile ricordare che il legislatore ribadendo con la legge finanziaria per il 2006 che le Sezioni regionali della Corte dei conti hanno la competenza ad esaminare la sana gestione finanziaria degli enti territoriali ha inteso fornire a questi ultimi un ausilio al fine di migliorare l'azione amministrativa e la gestione finanziaria. Infatti, la finalità dell'attività di controllo della Corte dei conti non è quella di sanzionare i comportamenti degli amministratori o dei funzionari pubblici o le loro scelte amministrative, bensì quella di mettere in luce i punti di forza e di debolezza dell'azione amministrativa e, in particolare, della gestione finanziaria, in modo da consentire agli amministratori di adottare le misure necessarie per modificare eventuali attività che, da un lato, non rispondano ai canoni dell'efficienza, efficacia ed economicità cui l'azione amministrativa deve tendere o, dall'altro, non tengano nel dovuto conto le previsioni normative.

Se questa è la finalità del controllo sulla sana gestione finanziaria affidato alla Corte dei conti, i risultati dell'indagine dovrebbero essere esaminati dal Consiglio comunale, destinatario della presente delibera, considerando i singoli rilievi non quali valutazioni positive o negative delle operazioni ma quale stimolo a riflettere sugli eventuali interventi da effettuare nel breve, medio e lungo periodo.

P.Q.M.

La Corte dei conti, Sezione regionale di controllo per la Regione Lombardia,
segnala al Consiglio comunale di Milano che l'operazione finanziaria conclusa nel giugno 2005 e successivamente oggetto di sei modifiche presenta i profili di criticità indicati nella motivazione;

invita il Consiglio comunale ad adottare i possibili interventi correttivi ritenuti opportuni ovvero ad invitare i competenti organi comunali a provvedere e a dare comunicazione degli eventuali provvedimenti adottati a questa Sezione.

Dispone che la presente deliberazione sia trasmessa al Presidente del Consiglio comunale, al Sindaco ed al Presidente del Collegio dei Revisori dei Conti del Comune di Milano.

Il Relatore
(Giancarlo Astegiano)

Il Presidente
(Nicola Mastropasqua)

Depositata in Segreteria il
17 aprile 2008
Il Direttore della Segreteria
(dott.ssa Daniela Parisini)