CORTE DEI CONTI

SEZIONE REGIONALE DI CONTROLLO
PER IL VENETO

Relazione annuale ex art. 3, legge 14 gennaio 1994, n. 20

REFERTO SULLA GESTIONE FINANZIARIA DELLA REGIONE VENETO,
per la verifica dell'attuazione delle leggi regionali di principio e di programma,
con particolare riferimento alla gestione finanziaria
(entrate e spese), al rispetto delle norme sul patto di stabilità interno,
alla salvaguardia degli equilibri di bilancio,
al rispetto dei vincoli all'indebitamento nell'esercizio
finanziario 2006 e al funzionamento dei controlli interni

PARTE GENERALE

INDAGINE SULL'ASSISTENZA SANITARIA NEL VENETO
aspetti finanziari e gestionali, con particolare riferimento alla gestione
dell'assistenza collettiva in ambiente di vita e di lavoro e all'assistenza privata
preaccreditata - esercizio finanziario 2006
con ricostruzione di serie storiche a partire dal 2004

PARTE SPECIALE

PRESIDENTE COORDINATORE	Bruno Prota
CONSIGLIERE RELATORE PER LA PARTE SPECIALE	Aldo Carleschi
REFERENDARIO RELATORE PER LA PARTE GENERALE	Luca Fazio
DIREZIONE AMMINISTRATIVA E COORDINAMENTO	Elena Papiano
REFERENTE COORDINATORE SETTORE CONTROLLO SULLA GESTIONE E PREPOSTO ATTIVITA' DI REVISIONE	Francesca Cosentino
ELABORAZIONE SCHEMA RELAZIONE, ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA, REVISIONE CONTABILE E TABELLE	Francesca Cosentino Raffaella Brandolese Carolina Pecoraro Gianni Pavanello Luca Bovolato

pur se autorizzati – pari a € 1.204.358.364,53 – è superiore al mutuo a saldo accertato nell'assestamento del 2006 – pari a € 350 mln.

Il fenomeno da una parte è coerente con la natura delle spese di investimento, che hanno tempi lunghi e incerti per giungere alla fase di pagamento, per cui rimane difficilmente apprezzabile il fabbisogno di risorse specie nel primo anno, e dall'altra è l'effetto di una determinata interpretazione della norma che vincola la contrazione dei mutui alle effettive esigenze di cassa, esigenze che condizionano la decisione di contrarre i prestiti sia sul *quando* che sul *quantum*. Tale interpretazione, secondo quanto risulta dalla semplice osservazione del fenomeno, correla la tempistica di riscossione e, principalmente, la quantificazione del mutuo non alle effettive esigenze di cassa derivanti dal (o dall'imputazione al) pagamento delle spese di investimento, ma alla reale situazione dei saldi di cassa.

In ogni caso si può affermare che il vincolo di destinazione a spese di investimento è stato rispettato sia da un punto di vista qualitativo, che quantitativo: il mutuo a pareggio accertato è riferibile effettivamente a spese di investimento per il fatto che è finalizzato alla copertura del "*disavanzo risultante tra il totale delle spese che si prevede di impegnare e il totale delle entrate che si prevede di accertare (...), nel limite di un importo non superiore al totale cumulato delle spese di investimento (...) non finanziate con entrate a destinazione vincolata*" (così si esprime l'art. 25, comma 2, della l.r. 39/2001[43]); il mutuo a saldo accertato è riferibile effettivamente a spese di investimento per il fatto che il totale degli impegni assunti negli esercizi precedenti al 2006 sui capitoli di spesa di investimento non assistiti da mutui accertati pur se autorizzati – pari a € 1.204.358.364,53 – è superiore al mutuo a saldo accertato nell'assestamento del 2006 – pari a € 350 mln.

1.2.4 La ristrutturazione del debito nell'anno 2006

Nel corso dell'anno 2006 la Regione Veneto ha proceduto ad una consistente operazione di ristrutturazione del debito, ricorrendo anche a interventi di finanza innovativa[44].

---

[43] Il 2° comma dell'art. 25 così recita: "*Il ricorso alle forme di indebitamento di cui al comma 1 è consentito per la copertura del disavanzo risultante tra il totale delle spese che si prevede di impegnare e il totale delle entrate che si prevede di accertare nel corso dell'esercizio di riferimento, nel limite di un importo non superiore al totale cumulato delle spese d'investimento e delle spese per l'assunzione di partecipazioni a società finanziarie regionali, se non finanziate con entrate a destinazione vincolata*".

[44] Per finanza innovativa si intende il ricorso da parte della pubblica amministrazione a strumenti finanziari diversi dalle forme tradizionali di finanziamento (entrate tributarie, avanzi di amministrazione, mutui passivi, proventi da concessioni, riscossioni di crediti e di sanzioni pecuniarie, trasferimenti da terzi, entrate derivanti dall'alienazione di cespiti). Tra i più comuni strumenti di finanza innovativa adottati dal settore pubblico si annoverano i prestiti obbligazionari, il project finance, le sponsorizzazioni, le operazioni in strumenti derivati, i fondi comuni di investimento con apporto pubblico, il leasing pubblico, il *sale and lease back*, la gestione attiva della liquidità, le cartolarizzazioni di crediti e immobili, rinegoziazioni e conversioni dei prestiti.

La situazione dell'esposizione debitoria della Regione Veneto, come risulta dagli atti ricevuti in sede istruttoria, evidenzia che il debito complessivo regionale, ad inizio anno 2006, era pari a 1.021 milioni di euro di cui il 98% era a tasso variabile e il 2% era costituito da una posizione con tasso strutturato fisso – variabile. La scelta di contrarre debito a tasso variabile (con indicizzazione all'Euribor a 6 mesi), anzichè a tasso fisso, si era rilevata sino ad allora ottimale considerato che il trend dell'Euribor ha toccato i suoi minimi storici nel 2004.

Gli aumenti del tasso ufficiale sulle operazioni di rifinanziamento principali (*main refinancing operations*), operati dalla BCE a partire dal 6 dicembre 2005[45], dopo più di due anni di mantenimento dello stesso tasso al 2%, hanno determinato un rialzo dei tassi Euribor. In tale contesto la prevalenza di tipologia di indebitamento a tasso variabile "*rendeva la Regione assai esposta alle oscillazioni di tasso, con potenziali effetti negativi sul proprio equilibrio di bilancio"* costituendo inoltre "*un fattore di rischio in grado di incidere negativamente sul merito di credito della Regione, valutato dall'agenzia Moody's al livello di eccellenza Aa2*" (così si esprime in premessa la Deliberazione di Giunta regionale n. 1117 del 18 aprile 2006 che ha autorizzato la ristrutturazione del debito regionale per l'anno 2006).

Inoltre, il debito regionale esistente aveva una vita media residua molto breve (circa 8 anni) ed un profilo di rimborso del capitale concentrato nel periodo 2006-2014 (circa il 65% del debito totale); ciò avrebbe determinato una rigidità del bilancio nel breve-medio periodo in quanto avrebbe limitato la contrazione di nuovi finanziamenti al fine di rispettare, oltre alle regole del patto di stabilità interno, i limiti quantitativi fissati dall'art. 10 della legge 16 maggio 1970, n. 281 (per cui l'importo complessivo delle annualità di ammortamento per capitale e interesse dei mutui e delle altre forme di indebitamento in estinzione nell'esercizio considerato non deve essere superiore al 25% delle entrate non vincolate della Regione).

La risposta alle previsioni dell'andamento del mercato da parte della Regione (delibera di Giunta n. 1117 del 18 aprile 2006) si è sviluppata, pertanto, su due direttrici:

---

[45] La seguente tabella mostra l'andamento del tasso ufficiale sulle operazioni di rifinanziamento principali fissato dalla Banca centrale europea dal 6 dicembre 2005 fino ad oggi

Decorrenza	**Tasso**
06 dicembre 2005	2,25%
08 marzo 2006	2,50%
15 giugno 2006	2,75%
09 agosto 2006	3,00%
11 ottobre 2006	3,25%
13 dicembre 2006	3,50%
14 marzo 2007	3,75%
13 giugno 2007	4,00%

- passaggio di una parte del debito ad una struttura a tasso fisso o a tasso variabile con copertura mediante strumenti derivati "*con l'obiettivo finale di pervenire ad equa composizione del debito per tipologia di tasso*";
- prolungamento della vita media del debito attraverso la sua rinegoziazione o l'estinzione anticipata di passività e loro rifinanziamento al fine di "*rimodulare gli oneri di ammortamento nel tempo e ricreare parte della capacità di indebitamento regionale grazie ad una minore incidenza delle spese per il servizio del debito sul totale delle entrate correnti*" e di allineare la vita residua del debito alla vita utile degli investimenti tipicamente finanziati mediante gli interventi di indebitamento.

Di fronte all'alternativa tra estinzione anticipata e rinegoziazione, è stata preferita quest'ultima, in considerazione del fatto che l'estinzione anticipata di passività e il loro rifinanziamento avrebbero protratto i tempi dell'operazione, non consentendo di cogliere i livelli ancora contenuti dei tassi di mercato, elemento rilevante vista l'intenzione di attuare un passaggio ad una struttura a tasso fisso o a tasso variabile con copertura mediante strumenti derivati.

Pertanto sono stati rinegoziati 5 mutui (4 con Banca Opi Spa e 1 con Banca Intesa Infrastrutture e Sviluppo Spa) e 1 prestito obbligazionario ("Regione del Veneto 2003") per un ammontare totale di € 431.974.967,57 (pari a circa il 42% delle passività esistenti), prolungando la scadenza del periodo di ammortamento fino a 30 anni con passaggio a tasso fisso di tutte le posizioni, eccetto quella del prestito obbligazionario, sul quale, a fronte del mantenimento del tasso variabile, è stato applicato uno strumento di finanza innovativa (*collar)*. Un secondo *collar* è stato acceso sul prestito obbligazionario "Regione del Veneto 2005". Tutte le operazioni si riferiscono a finanziamenti con oneri a totale carico della Regione.

L'esito dell'intera operazione di ristrutturazione del debito ha portato ad una diversificazione della struttura dell'indebitamento in termini di tasso di interesse (trasformato in fisso per il 30% del debito, rimasto strutturato fisso-variabile per il 2% e variabile per il 36%, mentre per il 32% rimasto variabile ma coperto dal rischio di tasso con strumenti finanziari derivati) e di vita media dello stock di debito (passata da 8 a 14 anni).

In sintesi l'operazione ha comportato la ristrutturazione della parte di debito regionale, come da seguente tabella:

Tav. 22: ristrutturazione del debito

oggetto del finanziamento	data di stipula	importo nominale originario	importo residuo soggetto a ristrutt.ne	termine originario	termine post ristrutt.ne	tasso originario	tasso post ritrutt.ne	strumento derivato applicato
ex disavanzo sanità 1991	18/11/99	76.305.132,32	**46.060.877,36**	31/12/10	**31/12/35**	Eur 6M +0,006%	**fisso 4,389%**	
ex ripiano bilancio	18/11/99	67.207.352,57	**40.420.002,17**	31/12/10	**31/12/35**	Eur 6M +0,014%	**fisso 4,389%**	
disavanzo sanità 1997-98 (II)	23/06/99	154.937.069,73	**95.265.298,00**	30/06/14	**31/12/35**	Eur 6M +0,0195%	**fisso 4,389%**	
disavanzo sanità 1997-98 (III)	23/06/99	129.114.224,77	**83.546.267,52**	31/12/14	**31/12/35**	Eur 6M +0,0295%	**fisso 4,389%**	
disavanzo ASL 1997-98	23/06/00	51.645.689,91	**36.695.522,53**	30/06/15	**30/06/36**	Eur 6M +0,003%	**fisso 4,425%**	
prestito obblig.rio "Regione del Veneto 2003"	23/12/03	150.000.000,00	**129.987.000,00**	31/12/18	**30/06/36**	**Eur 6M +0,06125 %**	invariato	**collar**
prestito obblig.rio "Regione del Veneto 2005"	13/03/06	**200.000.000,00**	invariato	**30/06/26**	invariato	**Eur 6M +0,0229 %**	invariato	**collar**

Come si evince dalla tabella su riportata, la rinegoziazione dei mutui ha sortito come effetto il passaggio ad un tasso fisso (pari a 4,389% per quattro dei mutui e a 4,425% per il quinto), calcolato in base all'Interest rate swap di durata equivalente[46], maggiorato di uno *spread* che è stato negoziato direttamente con ciascun istituto di credito mutuante, anche sulla base delle condizioni contrattuali originarie. Per due dei mutui ("ex disavanzo sanità 1991" e "ex ripiano bilancio") si è giunti, con quella attuale, alla seconda ristrutturazione: essi infatti costituivano già il rifinanziamento di passività estinte anticipatamente.

Da un punto di vista normativo le operazioni di ristrutturazione del debito con oneri a carico della Regione sono disciplinate, a livello nazionale, dall'art. 41, comma 2, secondo periodo, della legge finanziaria per il 2002 (legge 448/2001)[47], e a livello regionale dall'art. 26, comma 6, della l. r. 39/2001.

L'art. 41, comma 2, secondo periodo, della legge finanziaria per il 2002 (legge 448/2001), in particolare, dà la possibilità di rinegoziare mutui precedentemente contratti laddove vi siano condizioni di rifinanziamento che consentono una riduzione del valore finanziario delle passività (cioè la somma dei valori attuali dei flussi della nuova passività, ove per flussi si intende quota capitale e interessi, al netto delle commissioni e dell'eventuale retrocessione del gettito dell'imposta sostitutiva di cui all'articolo 2 del

[46] Per Interest rate swap di durata finanziaria equivalente si intende quello corrispondente al tasso swap verso Euribor 6 mesi relativo ad una operazione finanziaria avente le medesime caratteristiche, in termini di rimborso del capitale, corresponsione degli interessi e durata residua del mutuo.

[47] L'art. 41, 2° comma, 2° periodo, della legge finanziaria per il 2002, così recita:
"*Fermo restando quanto previsto nelle relative pattuizioni contrattuali, gli enti possono provvedere alla conversione dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996, anche mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegoziazioni, anche con altri istituti, dei mutui, in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi, al netto delle commissioni e dell'eventuale retrocessione del gettito dell'imposta sostitutiva di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239 e successive modificazioni*".

decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239 e successive modificazioni, deve risultare inferiore alla somma dei valori attuali dei flussi della passività preesistente che si intende rinegoziare).

Da approfondimenti istruttori, risulta che la Regione abbia sottoposto l'operazione di rinegoziazione dei finanziamenti ad una valutazione di conformità al dettato dell'art. 41 della legge 448/2001; in particolare, per il complesso dei finanziamenti rinegoziati, è stato valutato il beneficio finanziario in termini di risparmio in valore attuale (*mark to market*) pari a circa 7,7 milioni di euro.

La legge finanziaria per il 2002, in buona sostanza, ha posto dei vincoli alle operazioni di rinegoziazione, già consentite dall'art. 26, comma 6, della legge regionale 39/2001 (la norma riproduce il contenuto dell'art. 26, comma 3, della soppressa legge regionale 9 dicembre 1977, n. 72), secondo il quale "***la Giunta regionale è autorizzata a ridefinire il debito derivante dal ricorso alle forme di indebitamento*** *di cui al comma 1 attraverso* ***operazioni di trasformazione di scadenze, di tassi*** *o l'uso di strumenti operativi previsti dalla consuetudine dei mercati finanziari"*.

Quindi la norma nazionale, nel porre il vincolo della riduzione del costo dell'indebitamento, effettua una etero-integrazione di quella regionale.

La norma regionale permette che "le operazioni di trasformazione di scadenze e tassi" possano avvenire anche derogando agli elementi del debito (in particolare entità massima del tasso e durata massima dell'ammortamento) originariamente individuati, a norma del comma 1, dello stesso art. 26, dalla legge di bilancio o dalla legge di assestamento. Ad esempio per due dei mutui contratti nel 1999 ed oggetto di rinegoziazione l'art. 20 della della legge di bilancio 22 febbraio 1999, n. 8 prevedeva una durata massima di 15 anni. A seguito della rinegoziazione la durata è stata portata a circa 35 anni.

Da un punto di vista dei riflessi della rinegoziazione sulle finanze regionali, si rileva che l'allungamento della durata del finanziamento e la contestuale stabilizzazione del servizio del debito comportano, da un lato, l'effetto positivo di una riduzione delle rate semestrali e del valore attuale dei mutui, dall'altro, una maggiore rigidità della gestione finanziaria dell'ente per gli esercizi futuri con la ragionevole probabilità di un incremento complessivo del servizio del debito[48].

Tuttavia, si ritiene possa esprimersi complessivamente un giudizio positivo sull'operazione di rinegoziazione, anche per il fatto di aver portato ad una diversificazione equilibrata della composizione del debito relativamente al rischio di tasso.

---

[48] L'allungamento del periodo di ammortamento, come nei mutui contratti dalla Regione che presentano un profilo di ammortamento alla francese, ha come effetto fisiologico che il debito residuo sul quale viene calcolato il tasso di interesse diminuisce in misura minore rispetto al mutuo originario.

1.2.5 Gli strumenti finanziari derivati adottati dalla Regione Veneto

Una novità rilevante nel quadro dell'indebitamento regionale è costituita dal ricorso a strumenti finanziari derivati (nella fattispecie sono stati stipulati due ***collar***), ai quali si è ritenuto opportuno riservare una trattazione apposita.

La Regione Veneto rappresenta una delle ultime Regioni ad entrare nel mercato dei derivati, sia per ragioni collegate alle scelte sulla composizione del debito, sia per una positiva cautela mostrata dagli organi finanziari regionali nell'approccio a questi strumenti.

In ogni caso, è stata riscontrata, nel corso di approfondimenti istruttori, anche a seguito di specifiche audizioni dedicate al tema, la massima attenzione da parte della Direzione Risorse Finanziarie della Segreteria Regionale Bilancio e Finanza nei riguardi della gestione attiva dell'indebitamento. Da quanto riferito, viene difatti utilizzato per tali finalità personale con specifica preparazione in materia, per il quale vengono svolti corsi di formazione qualificati. Tale personale si avvale, altresì, della consulenza di una società specializzata nella gestione della finanza degli enti territoriali che ha fornito un software applicativo, che permette di monitorare l'influenza dell'andamento dei tassi di mercato sul debito regionale e sugli strumenti derivati detenuti. La suddetta direzione, nel corso del 2007, si è avvalsa inoltre della consulenza scientifica di un docente universitario.

In prima analisi si illustreranno i concetti fondamentali degli strumenti finanziari derivati e del *collar*; in seconda battuta si affronterà nello specifico l'operazione in derivati posta in essere dalla Regione Veneto.

I derivati finanziari sono strumenti il cui valore dipende da una o più variabili sottostanti o *underlying assets* (tassi di interesse, valute, azioni, prezzi di merci, obbligazioni) e vengono negoziati sia in borsa che al di fuori di essa (nei c.d. *over the counter markets, OTC*). Le finalità per le quali vengono utilizzati possono essere oltre che di carattere speculativo (*trading*) e di arbitraggio (*arbitrage*), soprattutto di copertura (*hedging*), ovverosia di riduzione del profilo di rischio di mercato di un investimento, unico motivo ammesso dalla normativa per l'utilizzo dei derivati da parte del settore pubblico. Diversi dai derivati finanziari sono i derivati su crediti con i quali si trasferisce il rischio di credito (e non di mercato) sottostante ad una determinata attività.

Per semplificare l'esposizione, i derivati finanziari possono essere utilizzati dalla P.A. al solo fine di ridurre il rischio di tasso di interesse (per questo sono uno strumento della c.d. gestione attiva del debito o *liability management*), cioè il rischio che la passività finanziaria (mutui, leasing, obbligazioni, ecc.) aumenti di valore per l'aumento dei tassi di interesse, in quanto ne stabilizzano la componente di oneri finanziari, il c.d. servizio del debito.

Tra i derivati si annoverano due tipologie generali di contratti alle quali possono essere ricondotte le varie forme elaborate in sede di prassi: i contratti a termine e i contratti di opzione.

I ***contratti a termine*** (*forwards* e *futures*, i principali, differiscono per la standardizzazione presente nel secondo tipo che ne consente la negoziazione in borsa) sono accordi in virtù dei quali le parti **si obbligano** (da ciò deriva la loro definizione come strumenti vincolanti) a scambiarsi (comprare o vendere) un'attività a una certa data futura e per un certo prezzo (i contratti *swaps* sono una particolare tipologia di *forwards* dove lo scambio di due pagamenti non avviene ad una sola data ma a più di una).

I ***contratti di opzione***, diversamente, conferiscono all'acquirente (*holder*) **il diritto** di comprare (c.d. opzioni *call*) o di vendere (c.d. opzioni *put*) un'attività, entro (c.d. opzione americana) o ad (c.d. opzione europea) una certa data e per un certo prezzo, mentre il venditore o emittente ha l'**obbligo** di adempiere in caso di esercizio dell'opzione (in termini civilistici è assoggettato all'esercizio del diritto potestativo da parte dell'acquirente). La differenza principale tra contratti a termine e di opzione per finalità di copertura è che mentre i primi nel fissare il prezzo in cambio dell'attività sottostante neutralizzano il rischio (per cui le posizioni delle parti si dicono simmetriche), i secondi consentono all'acquirente di proteggersi dagli andamenti sfavorevoli dei prezzi e di beneficiare di quelli favorevoli e, poichè le posizioni delle parti sono asimmetriche, l'emittente ha diritto al pagamento di un premio.

Come tutti gli strumenti derivati anche i contratti di opzione possono avere diverse attività sottostanti. In relazione all'*underlying asset* esistono opzioni su titoli (*bond option e stock option*), swap (*swaption*), merci (*commodity option*), indici (*stock index option*), valute (*currency option*), tassi di interesse (*cap, floor, collar, corridor, partecipating rate agreement, interest rate guarantees*).

Il *collar* (o *interest rate collar* o *floor–ceiling agreement*) è, quindi, un contratto di opzione[49] che protegge da una fluttuazione di mercato dei tassi di interesse (rientrando nella categoria dei *protected interest rate agreements*) in base al quale un soggetto (c.d. *holder del collar*), indebitato a tasso variabile, contemporaneamente

- acquista (o, in termini tecnici, assume una posizione lunga su) un ***cap***, cioè il diritto a ricevere da un altro soggetto (c.d. *writer del collar*) un importo dato dal prodotto del capitale convenzionale (c.d. nozionale, così chiamato perchè non viene scambiato, ma serve solo per determinare l'importo degli interessi) per la differenza tra il tasso variabile di mercato (nel caso del *collar* della Regione Veneto, l'Euribor a 6 mesi) rilevato a date scadenze e un tasso fisso (il prezzo di esercizio – cioè valore in

presenza del quale è possibile esercitare l'opzione - o *strike rate del cap*) concordato al fine di cautelarsi da un rialzo dei tassi oltre quel tasso fisso;

- vende (o, in termini tecnici, assume una posizione corta su) un ***floor***, cioè si obbliga a corrispondere al *writer* un importo dato dal prodotto del nozionale per la differenza tra il tasso fisso (il prezzo di esercizio o *strike rate* del floor) e il tasso variabile di mercato (che rappresenta l'*underlying asset*) rilevato a determinate scadenze.

Il *collar* è, pertanto, lo scambio di un fascio multiperiodale (o portafoglio) di opzioni europee di tipo *call* (corrispondente al *cap*) e *put* (corrispondente al *floor*).

In altri termini, il collar è la combinazione dell'acquisto di un *cap* e della vendita di un *floor* a *strike* più basso di quello del *cap*[50], da cui deriva che, in presenza di un tasso di mercato (nel caso specifico della Regione Veneto Euribor a 6 mesi) inferiore al *floor*, l'*holder* paga una somma al *writer* e viceversa, nel caso di un tasso superiore al *cap*, per cui la copertura dal rischio di un rialzo dei tassi di interesse data dal *cap* è in una certa misura compensata dalla fissazione di un limite ai benefici economici che si otterrebbero da un ribasso dei tassi.

In buona sostanza si viene a creare una sorta di corridoio (fascia o colletto, traduzione della denominazione del derivato in parola) di tassi predefinito per cui, nel caso di un posizionamento del tasso di mercato all'interno del corridoio, non può essere esercitata alcuna opzione e non avviene alcuno scambio di somme tra i due contraenti.

Applicando la formula del *collar* ad un prestito sottostante, si avrà quindi che l'acquirente del *collar* rinuncia alla prospettiva di una minore spesa nel caso il tasso di interesse del sottostante scenda al di sotto del *floor*, in cambio della prospettiva di un risparmio nel caso il tasso salga al di sopra del *cap*.

Da quanto esposto è agevole dedurre che l'acquisto del *collar* risulterà tanto più vantaggioso per l'*holder* quanto minori saranno gli *strike rate* del *cap* e del *floor* fissati nel contratto.

L'acquisto solo di un *cap* o di un *floor* è di solito accompagnato dal pagamento di un premio al *writer*, ma lo scambio delle due opzioni presente nel *collar* determina generalmente la compensazione dei premi spettanti a chi assume la posizione corta, per cui si dice che la formula standard del *collar* è a costo zero (*zero cost collar*). Ovviamente la compensazione avviene se il valore del *cap* e del *floor* sono uguali. Esistono ulteriori elaborazioni e sofisticazioni della formula che sono invalse nella pratica finanziaria, come il *collar cap spread*, il *collar* a due livelli, lo *stepping collar*, il *collar* dilazionato, il *collar* con *floor knock-in* o *purple collar*.

---

[49] Le opzioni sui tassi differiscono dalle altre *options* anche per il fatto che l'obbligo di pagare sorge automaticamente senza necessità che l'opzione sia esercitata dall'avente diritto.

[50] Se i due strike rate fossero uguali il collar equivarrebbe ad uno swap (accordo in base al quale si riceve il tasso variabile e si paga il tasso fisso).

Il *collar*, come ogni altro strumento derivato, può essere stipulato sia con l'istituto con il quale è stato contratto il debito sottostante (come è avvenuto per la Regione Veneto nei due casi specifici) sia con altro intermediario.

La normativa nazionale (art. 41 della legge 448/2001[51] e DM MEF 1° dicembre 2003, n.389) e regionale (art. 26, comma 6, della l. reg. 39/2001) consente alla Regione Veneto l'adozione di tali strumenti al fine di "ridefinire il debito derivante dal ricorso a mutui e prestiti obbligazionari ai fini della riduzione del costo finale del debito e della riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato".

Tra i vari strumenti derivati, il citato DM MEF applicativo della normativa nazionale (il cui art. 3 che regola in modo specifico le operazioni in strumenti derivati si applica per le Regioni fino all'emanazione di specifiche normative regionali) prevede la possibilità di "*acquistare collar di tasso di interesse in cui all'acquirente viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di un minimo (c.d. floor) e un massimo (c.d. cap) prestabiliti*".

Inoltre, il DM MEF stabilisce i seguenti principi:

- le operazioni in derivati devono corrispondere a passività effettivamente dovute;
- le operazioni in derivati non devono prevedere una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività;
- gli intermediari devono essere contraddistinti da adeguato merito di credito certificato da agenzie di rating riconosciute a livello internazionale.

Ancora più dettagliata è la circolare del 27 maggio 2004 del MEF, Dipartimento del Tesoro, che ha fornito chiarimenti al predetto DM, stabilendo che:

- le tipologie di operazioni derivate ammesse, oltre agli swap di tassi di cambio (c.d. *cross currency swap*), dal comma 2, art. 3 del DM 389 (swap di tasso di interesse e acquisto di *forward rate agreement*, *cap* e ***collar***) sono da intendersi nella forma "*plain vanilla*" (cioè nella forma base o standard senza nessun genere di formule sofisticate);
- è implicito nell'acquisto di un *collar* l'acquisto di un *cap* e la contestuale vendita di un *floor*, ma tale vendita è consentita, e quindi deve essere stabilita in misura congrua, in modo da finanziare la protezione dal rialzo dei tassi di interesse fornita dall'acquisto del *cap;*
- il rating dell'intermediario non deve essere inferiore a BBB/Baa/BBB (scale di valori che, rispettivamente, per Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings, costituiscono la soglia iniziale della categoria "investimento" al di sotto della quale – BB/Ba/BB – il merito di credito rientra nella categoria "speculativa") ed una sua

[51] Con sentenza 18 dicembre 2003, n. 376 la Corte costituzionale ha dichiarato infondate le questioni di legittimità costituzionale sollevate in relazione a tale articolo dalle Regioni Marche, Toscana, Campania, Emilia-Romagna e Umbria.

variazione a seguito di *down-grading* al di sotto di tale valore-soglia nel corso della vita del contratto comporta l'obbligo di chiusura della posizione accesa (tale disposizione è motivata dal fatto che l'eventuale differenziale che si dovesse originare a favore dell'ente pubblico potrebbe essere percepito solo in caso di controparte solvibile);

- resta ferma l'applicazione delle norme del Regolamento di attuazione del D.Lgs. 58/1998 (c.d. Testo unico della Finanza o TUF) adottato dalla Consob con delibera 1° luglio 1998, n. 11522 tra cui, in particolare, quelle che disciplinano i rapporti tra intermediario e investitore (artt. 25-31 che prevedono obblighi informativi da parte del primo e definiscono le condizioni che rendono l'investitore **operatore qualificato**, qualità che sottrae l'intermediario ai predetti obblighi informativi).

La legge finanziaria per il 2007 (art. 1, comma 736) riafferma alcuni principi contenuti nel predetto DM e nella circolare esplicativa elevandoli a norma primaria (dichiarandoli principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica di cui agli articoli 117, terzo comma, e 119, secondo comma, della Costituzione), ed, in particolare, prevede che le operazioni di gestione del debito tramite utilizzo di strumenti derivati:

- debbano essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato;
- possano essere concluse solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti.

Con successiva circolare del 31 gennaio 2007 il MEF ha fornito elementi esplicativi, anche con riferimento agli obblighi di comunicazione (imposti dall'art. 1 comma 737 della legge finanziaria per il 2007) e di conservazione dei dati (imposti dal successivo comma 738) circa le operazioni di ammortamento del debito e in strumenti derivati e alla definizione di indebitamento (modificata dal comma 739).

Con riguardo al comma 736 la circolare chiarisce che le linee guida cui deve ispirarsi l'attività in strumenti derivati sono le seguenti:

a. **contenimento del costo finale delle operazioni**, ovverosia le condizioni delle operazioni devono essere il risultato di un bilanciamento tra costo complessivo e rischio di mercato
b. **corrispondenza tra il nominale delle passività e quello della posizione in strumenti derivati che la copre**
c. **contenimento dei rischi di credito assunti**, ovverosia il *rating* o merito di credito assegnato da almeno una delle tre principali agenzie di *rating* riconosciute a livello internazionale (S&P, Moody's, Fitch Ratings) alla controparte con la quale si conclude l'operazione deve essere sufficientemente affidabile (in tal senso la circolare MEF del 27 maggio 2004).

La Corte dei conti ha già avuto modo di osservare il fenomeno dei derivati negli ultimi anni[52], in corrispondenza con la notevole crescita del mercato relativo agli stessi non solo nel settore pubblico ma nell'economia italiana in genere (le stime prodotte dalla Banca d'Italia giungono a valutare il valore nozionale complessivo dei derivati OTC in Italia nel 2006 a più di 6.225,2 miliardi di dollari), un mercato nel quale un cattivo utilizzo di tali strumenti può portare a ingenti perdite, con inevitabile compromissione degli equilibri finanziari.

Un aspetto ulteriore affrontato anche dalla Corte dei conti in sede di audizione al Parlamento (nel corso di un'indagine conoscitiva che ha coinvolto anche Confindustria, Banca d'Italia, Consob, Confapi e Abi) riguarda l'assunzione della qualità di operatore qualificato, conseguente alla dichiarazione espressa dai responsabili finanziari di alcuni enti pubblici, che, ai sensi dell'art. 31 del regolamento Consob adottato con delibera n. 11522 del 1° luglio 1998[53], esonera l'intermediario dall'applicazione di numerose disposizioni a garanzia dell'investitore.

In relazione a tale aspetto, maggiore tutela per l'investitore sarà garantita con il recepimento della direttiva 2004/39/CE (c.d. Direttiva MIFID - *Market in Financial Instruments Directive*) approvata dal Parlamento e dal Consiglio Europeo il 21 aprile 2004 e recepita con D.Lgs. 17 settembre 2007, n. 164, in vigore dal 1° novembre 2007.

Nella direttiva, sostitutiva della direttiva 93/22/CEE (c.d. Direttiva ISD - *Investment Services Directive*), gli investitori sono distinti in tre categorie (*retail*, *professional* e *qualified*). I governi regionali, secondo l'All. II n. 1(2) alla direttiva, rientrano nella categoria *professional* che fruirà di una maggiore tutela rispetto al

---

[52] Si fa riferimento, in particolare, ai seguenti documenti:
- Sezione Autonomie - Relazioni sulla gestione finanziaria delle Regioni a statuto ordinario per gli anni 2002 e 2003 (Del. 9/2004 del 23 giugno 2004), 2003 e 2004 (Del. 7/AUT/2005 del 13 luglio 2005), 2004 e 2005 (Del. 14/AUT/2006 del 7 luglio 2006), 2005 e 2006 (Del. 6/AUT/2007 del 13 giugno 2007)
- Audizione del 25 marzo 2004 alla V Commissione permanente del Senato
- Analisi sul fenomeno dell'indebitamento in un campione di enti locali trasmessa alla Commissione Bilancio del Senato il 30 novembre 2004 - Ulteriori elementi relativi all'audizione del 25 marzo 2004
- Audizione dei rappresentanti della Corte dei conti nell'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati del 3 marzo 2005 dinanzi alla VI Commissione Finanze della Camera dei deputati

[53] L'art. 31 del regolamento Consob così dispone:

"1. A eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo tra le parti, nei rapporti tra intermediari autorizzati e operatori qualificati non si applicano le disposizioni di cui agli articoli 27, 28, 29, 30, comma 1, fatta eccezione per il servizio di gestione, e commi 2 e 3, 32, commi 3, 4 e 5, 37, fatta eccezione per il comma 1, lettera *d)*, 38, 39, 40, 41, 42, 43, comma 5, lettera *b)*, comma 6, primo periodo, e comma 7, lettere *b)* e *c)*, 44, 45, 47, comma 1, 60, 61 e 62.

2. **Per operatori qualificati si intendono** gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e **gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati**, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché **ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante**."

passato, in quanto quasi del tutto assimilata a quella dell'investitore comune o al dettaglio.

In base alla recentissima normativa comunitaria, gli stessi operatori qualificati definiti tali *ope legis* potrebbero richiedere un livello di protezione più elevato, mentre quelli che non sono considerati tali potrebbero rinunciare a quelle norme di protezione, ma solo previa adeguata valutazione da parte dell'intermediario della competenza, esperienza e conoscenza del cliente.

La disciplina nazionale attuativa di quella comunitaria prevede nella lettera *e*) del comma 2 dell'art. 2 del D.Lgs. 164/2007 che sia il Ministero dell'Economia e delle finanze ad individuare con proprio regolamento (emanato di concerto con Banca d'Italia e Consob) *"i clienti professionali pubblici nonchè i criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta"* (le Regioni sono tuttavia già qualificate dalla Direttiva quali clienti professionali).

I *collar* stipulati appaiono corrispondere alla normativa nazionale e regionale, in quanto:

- trattasi di acquisto e non di vendita di *collar (*ciò consente all'ente pubblico – acquirente di quantificare le perdite massime derivanti da un posizionamento dei tassi di mercato al di sotto del *floor rate*, potendo essi arrivare al limite minimo dello 0%, a dfferenza dell'intermediario - venditore esposto a rialzi potenzialmente illimitati);
- non prevedono una scadenza posteriore rispetto a quella dei prestiti obbligazionari sottostanti e fanno riferimento a passività effettivamente dovute da parte della Regione (i prestiti obbligazioni Regione del Veneto 2003 e 2005);
- non prevedono il pagamento di alcun premio di liquidità o *up-front* (laddove la norma di cui al DM 389/2003 ne prevede un ammontare massimo pari all'1% del nozionale);
- sono stati stipulati con intermediari dotati di *rating* adeguato (non inferiore a BBB/Baa/BBB).

La particolarità dei *collar* della Regione Veneto (la similitudine che presentano le strutture di entrambi ne agevola la comparazione e la valutazione) è data dal fatto che mentre lo *strike rate* del *cap* è fisso per tutta la durata del contratto (5,35% e 5,48% rispettivamente nel primo e secondo collar), sono stati previsti non uno ma più *strike rate* del *floor* "scalettati" in relazione all'andamento dei tassi *forward*, per arrivare, a partire dal 2010, ad un *floor* pari al 4,08% per il primo collar e 4,10% per il secondo (tale tipologia di collar è denominata *step-up*).

Tali condizioni vengono applicate ad un nozionale che via via diminuisce per ammortamento (trattasi di *amortizing collar* quando il nozionale è soggetto ad ammortamento).

Fino ad oggi entrambi i *collar* non hanno generato flussi di cassa in quanto il tasso Euribor a 6 mesi ha oscillato con una tendenza al rialzo all'interno del corridoio, detto anche zona franca, rialzo che fino ad oggi ha contribuito ad accrescere il valore di mercato della posizione dell'*holder* – Regione (in termini tecnici si definisce positivo per l'acquirente il *mark-to-market* o valore di mercato che genererebbe un introito nel caso si chiudesse la posizione).

Si evidenzia che il sottostante è costituito dai prestiti obbligazionari "Regione del Veneto 2003" e "Regione del Veneto 2005"[54], collocati (rispettivamente per un importo di 150 e 200 milioni di euro) con la modalità dell'acquisto a fermo[55] sul mercato interno da parte dello stesso intermediario finanziario con il quale successivamente si è fatto ricorso allo strumento del *collar*. Prima di procedere alla stipula del relativo *collar*, con decreto dirigenziale n. 13 del 13 giugno 2006 è stata disposta la rinegoziazione del prestito obbligazionario "Regione del Veneto 2003" allungandone la scadenza dal 31 dicembre 2018 originariamente previsto al 30 giugno 2036 mantenendo, tuttavia, invariato lo *spread*.

L'apposizione di *cap* e *floor* incide, in caso di esercizio dell'opzione, sul risultato finale dei flussi di cassa dei prestiti sottostanti pur se, in termini contabili, non si verifica una compensazione tra i flussi originati dai prestiti obbligazionari e quelli originati dai *collar* (compensazione che non può essere operata per il principio di integrità del bilancio).

Alla luce di quanto sopra, i contratti risultano stipulati in maniera corretta e, secondo i calcoli forniti dalla Regione, economicamente vantaggiosa.

Approfondimenti, in proposito, sono stati compiuti in relazione ad ulteriori aspetti:

- il criterio di selezione della controparte;
- la modalità di determinazione dei *cap* e *floor rate*;
- la sottoscrizione di contratti standardizzati;
- la destinazione dei flussi di cassa generati dal collar.

---

[54] Per gli enti locali, invece, l'art. 1, comma 4, del Decreto del Ministro del Tesoro del 5 luglio 1996, n. 420 (Regolamento recante norme per l'emissione di titoli obbligazionari da parte degli enti locali) vieta l'emissione di titoli obbligazionari con opzioni e l'attivazione di strumenti derivati che modifichino la struttura del titolo nel corso della sua vita.

[55] I prestiti obbligazionari sono strumenti di finanza alternativa, consentiti alle Regioni già dall'art. 10 della legge 281/1970 e agli Enti locali dall'art. 35 della legge 724/1994. Il collocamento può avvenire solo attraverso un intermediario finanziario, preventivamente selezionato, che può svolgere in tale circostanza, a seconda delle modalità di collocamento, diverse funzioni: di solo collocamento attraverso l'offerta pubblica di vendita (Opv); di collocamento e garanzia (l'intermediario garantisce la sottoscrizione di quanto non collocato sul mercato con l'Opv); di sottoscrizione a fermo (l'intermediario sottoscrive l'intero prestito obbligazionario). In genere tale ultima modalità è quella cui fanno maggior ricorso le PP.AA. per la rapidità e semplicità del collocamento (ad es. non vi è l'obbligo di trasmettere alla Consob il prospetto informativo sull'emissione).

In ordine al primo punto, occorre da subito evidenziare che l'art. 5, lett. d), del D.lgs. 157/1995 vigente al tempo della stipula dei predetti strumenti derivati (ora sostituito dall'art. 19, comma 1, lett. d) del d.Lgs. 163/2006 corrispondente all'art. 16, lett. d) della Direttiva 2004/18/CE del 31 marzo 2004), escludeva l'obbligatorietà dell'applicazione delle norme di evidenza pubblica per gli appalti relativi *"ai contratti per servizi finanziari relativi all'emissione, all'acquisto, alla vendita e al trasferimento di titoli o di altri strumenti finanziari e a quelli per i servizi forniti da banche centrali"*, a recepimento di quanto previsto dall'art. 1, comma 1 lett. a), punto vii) della Direttiva 92/50/CEE del 18 giugno 1992[56].

Alla luce di ciò, per l'individuazione del miglior *writer* del *collar*, si è ritenuto più opportuno, come motivato dalla delibera di Giunta n. 1117 del 18 aprile 2006, "*in un'ottica di accelerazione della procedura che permettesse di ottenere prontamente una copertura dal repentino aumento dei tassi, richiedere una proposta*" al medesimo intermediario con il quale si era instaurato il rapporto contrattuale sottostante al *collar*.

La Regione ha provveduto a valutare l'offerta sia attraverso una consulenza esterna sia attraverso preventivi sondaggi informali di mercato con altri intermediari.

Venendo al secondo profilo di interesse occorre premettere che si ritiene essenziale che la P.A., specie nei casi in cui la selezione del miglior intermediario avvenga senza aver esperito una gara formale, effettui in sede di trattative un giudizio di congruità sulla controprestazione proposta, almeno sotto il profilo della correttezza del procedimento adottato per la quantificazione (cioè della corrispondenza agli usi del metodo di *pricing*) e dei calcoli effettuati, congruità che deve fare anche riferimento all'eventuale diversità dello *standing* creditizio, cioè del merito di credito o *rating*, dell'ente pubblico (il *rating* del Veneto attribuito dall'agenzia Moody's per il 2006 è stato Aa2) rispetto a quello degli intermediari (che nel caso di specie hanno ottenuto *rating* più bassi).

La scelta delle condizioni economiche contrattuali dei due *collar* (in buona sostanza gli *strike* del *cap* e del *floor*) è avvenuta a seguito di determinazione da parte della Regione di tutti gli strike ad esclusione di uno, che ha costituito l'oggetto della proposta da parte degli intermediari finanziari che avevano collocato i prestiti obbligazionari, proposta che è stata resa oggetto di valutazioni tecniche, e, quindi, di un giudizio positivo di congruità, da parte di un consulente finanziario della Regione, già fornitore per la Segreteria bilancio e finanza – Direzione Risorse Finanziarie di un

---

[56] Gli artt. 2 e 27 del D.lgs 163/2006 (recante il Codice dei contratti pubblici) impongono, per il futuro, che, anche per i contratti esclusi dall'applicazione delle norme della recente direttiva sulle procedure di aggiudicazione degli appalti pubblici, vengano adottati tutti gli accorgimenti atti a garantire la concorrenzialità tra gli intermediari finanziari in modo tale da ottenere quello che è il dato più significativo per valutare la bontà di uno strumento finanziario: il parametro del mercato.

applicativo informatico in grado di effettuare il *pricing* e la valutazione del rischio degli strumenti di finanza innovativa.

Per quanto concerne le previsioni contrattuali, si evidenzia che per concludere le operazioni in derivati si fa abitualmente ricorso a modelli contrattuali standardizzati di carattere generale, veri e propri accordi - quadro o *master agreements*, predisposti anche da organismi internazionali, quali l'ISDA (*International swaps and derivates association Inc*., l'associazione che riunisce i principali operatori nel mercato dei derivati), l'IFEMA, l'ICOM e la Federazione Bancaria Europea (che nel 2001 ha pubblicato l'European Master Agreement), atti a normare tutte le operazioni di finanza derivata tra il cliente e l'intermediario.

Per entrambi i *collar* stipulati dalla Regione Veneto si è ricorsi a questa modalità di formazione del contratto.

In un caso è stato sottoscritto il Master agreement ISDA (è stata utilizzata la versione del 1992), integrato da un documento non standardizzato (c.d. *schedule*), riportante le condizioni generali concordate tra le parti; gli elementi contrattuali essenziali della singola operazione sono stati descritti invece in una *confirmation* (o conferma), predisposta dall'intermediario e firmata per accettazione dal cliente, previ accordi telefonici. Tutta la documentazione è stata redatta in lingua inglese.

Nell'altro caso, essendo la controparte italiana, sono stati concordati con la Regione e predisposti in lingua italiana dall'intermediario un contratto – quadro, un contratto di negoziazione, ricezione e trasmissione ordini e un contratto contenente gli elementi essenziali della singola operazione, previo scambio di pre-conferma a mezzo fax e previ accordi telefonici.

Su alcune clausole inserite nei contratti permangono perplessità.

Si fa riferimento, in particolare, all'art. 13[57] del Master agreement ISDA circa l'applicabilità della legge inglese e la deroga alla giurisdizione italiana[58] in favore di quella inglese, da cui potrebbe discendere in futuro la difficoltà nell'azionare i propri diritti in sedi giudiziarie non italiane.

Inoltre, si vuole porre in evidenza la clausola in cui entrambe le parti riconoscono l'aleatorietà del contratto, privandosi della possibilità di risolverlo per eccessiva onerosità

---

[57] L'art. 13 del Master agreement ISDA recita

(a) *Governing law. This agreement will be governed by and construed in accordance with law specified in the Schedule* (la parte 4 lett. h della schedule prevede che "*this agreement will be governed by and construed in accordance with english law*")

(b) *Jurisdiction. With respect to any suit, action or proceedings relating to this Agreement, each party irrevocably submits to the jurisdiction of the English courts, if this agreement is expressed to be governed by english law...* (omissis)

[58] L'art. 4, comma 2, della legge 218/1995 rende la giurisdizione italiana derogabile a favore di quella straniera purchè ricorrano due condizioni: "*La giurisdizione italiana può essere convenzionalmente derogata a favore di un giudice straniero o di un arbitrato estero se la deroga è provata per iscritto e la causa verte su diritti disponibili*"

sopravvenuta (la natura aleatoria dei contratti di opzione su tassi di interesse è ancora discussa a livello dottrinale, non essendovi giurisprudenza sul punto).

A tal proposito, nel ritenere auspicabile che lo Stato, che è deputato al coordinamento dell'accesso al mercato dei capitali da parte delle autonomie territoriali, si renda promotore di un'iniziativa tesa alla formulazione di modelli contrattuali da esse fruibili, sarebbe opportuno che, nel frattempo, la Regione, ove intendesse ricorrere nuovamente a contratti derivati finanziari, predisponga essa stessa uno schema di contratto da allegare, eventualmente, al disciplinare di gara per la selezione del migliore intermediario (gara obbligatoria per effetto della normativa comunitaria e nazionale), anche sulla scia dell'esperienze di alcune amministrazioni locali italiane.

In ordine ai criteri di contabilizzazione di eventuali flussi di cassa generati dagli strumenti finanziari derivati *collar*, si ritiene che: il rispetto del principio di integrità del bilancio imponga che si debba evitare la compensazione contabile tra i flussi generati dai *collar* e quelli generati dai prestiti obbligazionari; il rispetto del principio di specificazione del bilancio debba avvenire attraverso la creazione di distinti capitoli di entrata e di spesa nel bilancio di previsione; il rispetto del vincolo di destinazione (la finalità di *hedging*) si possa realizzare allorchè i flussi di entrata eventualmente originatisi siano destinati alla copertura delle rate di rimborso dei prestiti obbligazionari sottostanti.