

Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati

Camera dei Deputati

VI Commissione Finanze

Audizione di<sup>1</sup>

Emilio Barucci

Professore Ordinario di Finanza Matematica

Dipartimento di Matematica

Politecnico di Milano

3 Giugno 2015

---

<sup>1</sup>Quanto sostenuto in questo testo è riferibile esclusivamente alla mia persona. Nella sua predisposizione ho beneficiato di discussioni con Roberto Baviera, Michele Bonollo, Daniele Marazzina, Claudio Tebaldi. A loro va il mio ringraziamento.

## **1. Premessa**

Vorrei in primo luogo ringraziare il Presidente Daniele Capezzone per l'invito ad intervenire in audizione nell'ambito di questa indagine.

Farò riferimento in misura significativa alle audizioni che già avete avuto evitando quindi di soffermarmi su punti già portati alla vostra attenzione. Concentrerò la mia attenzione su due diversi temi: la "lezione" della crisi finanziaria in merito all'utilizzo dei derivati e i rimedi proposti; l'utilizzo dei derivati da parte delle amministrazioni pubbliche.

Sottolineo l'importanza che nell'ambito di questa indagine la Commissione approfondisca il primo punto. Il tema riguarda soprattutto la regolamentazione a livello internazionale che vede coinvolti una pletora di soggetti (autorità indipendenti nazionali e sovranazionali, Governi, Commissione e Parlamento Europeo, soggetti privati). I margini d'azione a livello nazionale sono limitati, occorre soprattutto agire nella fase di predisposizione della regolamentazione a livello europeo, anche tramite l'azione delle autorità indipendenti, e in fase di attuazione delle direttive. E' bene dunque che il Parlamento abbia una piena visibilità su questo tema.

Sintetizzo il contenuto della mia testimonianza in due messaggi:

- Il ruolo degli strumenti finanziari derivati nella crisi finanziaria è stato cruciale, la risposta sul piano normativo è stata significativa.
- Sul fronte dei derivati della pubblica amministrazione occorre distinguere pienamente tra l'obiettivo (e la funzione) di collocare il debito pubblico e quella di gestirne i rischi associati. L'*accountability* nei confronti di un soggetto terzo, sempre nell'ambito delle istituzioni, è raccomandabile.

## **2. Perché gli strumenti derivati?**

Credo sia doveroso fare una piccola premessa sulle ragioni che hanno portato allo sviluppo degli strumenti finanziari derivati negli ultimi decenni.

Si possono fornire molte interpretazioni in merito allo sviluppo dei mercati finanziari, dell'utilizzo degli strumenti derivati e dell'ingegneria finanziaria, non ultima quella di una intensa attività di lobbying da parte dell'industria finanziaria che ha tratto beneficio (economico) dallo sviluppo di questi prodotti. Preferisco in quanto segue adottare una prospettiva "teorica" che non pretende

affatto di fornire l'interpretazione esaustiva di un fenomeno complesso ma che ha il pregio di fornirci un quadro interpretativo di riferimento per valutare eventuali errori e possibili soluzioni.

La stagione che abbiamo conosciuto negli ultimi trenta anni è contraddistinta da alcuni capisaldi: integrazione dei mercati finanziari e liberalizzazione dei movimenti di capitale, armonizzazione sul fronte regolamentare, privatizzazione del sistema finanziario, liberalizzazione dell'attività di intermediazione.

Queste linee di sviluppo, che potremmo in breve riassumere nel binomio deregolamentazione-privatizzazione, si inquadrano all'interno di una impostazione che valuta positivamente il ruolo dei mercati finanziari per lo sviluppo dell'economia: secondo l'impostazione teorica prevalente, l'integrazione dei mercati, il loro sviluppo e il prevalere di una gestione privatistica da parte degli operatori sarebbero in grado di garantire una efficiente allocazione delle risorse finanziarie con un effetto positivo per il funzionamento dell'economia.

L'affermarsi di questa teoria, che noi economisti chiamiamo teoria dei "mercati efficienti", segna un passo importante sul fronte dello sviluppo delle idee che porta il mondo finanziario pienamente nell'alveo del privato senza escludere ovviamente che soggetti pubblici possano parteciparvi (conformandosi il più possibile ad una logica privatistica). Efficienza significa che i progetti dalla più elevata qualità vengono effettivamente finanziati e che i risparmiatori possono gestire le loro risorse al meglio per soddisfare le loro esigenze<sup>2</sup>. Non è questa la sede per valutare questa impostazione, credo sia importante segnalare quanto questo passaggio sia stato epocale. Al riguardo basta soffermarsi su quanto stabiliva la Costituzione nel dopoguerra, all'art. 47 si legge: "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito". Oggi nessuno si sognerebbe più di usare il termine "controllare" il credito: riconoscendo che il privato funziona bene, non rimane altro che garantire il corretto comportamento del soggetto privato e del mercato.

A dire il vero, la teoria dei mercati efficienti mostra che il binomio mercato ben funzionante-privato è in grado di garantire la corretta allocazione di rischi idiosincratici (quelli specifici di un individuo o di un'azienda) ma non di quelli sistemici, che riguardano l'esistenza stessa del sistema finanziario. Rischi sistemici che si manifestano in tutta la loro forza quando i mercati non

---

<sup>2</sup> Sul punto rimando, tra le tante fonti, a Emilio Barucci *Financial Markets, equilibrium, efficiency and information*, Springer 2003.

funzionano propriamente. Potremmo ben dire che negli ultimi trenta anni si è sottovalutato il rischio sistemico e che la crisi finanziaria ha segnato un brusco risveglio.

Lo sviluppo degli strumenti derivati si colloca all'interno di questa linea di sviluppo dei mercati finanziari internazionali. Secondo la teoria finanziaria, l'utilizzo dei derivati amplierebbe i mercati (tecnicamente "completa" i mercati), aumenterebbe le possibilità che gli operatori hanno di coprirsi dal rischio e questo dovrebbe rendere i mercati più efficienti nell'allocare le risorse finanziarie e nel garantire un corretto funzionamento dell'economia.

I contratti derivati permettono di prendere posizione su strumenti sottostanti (tassi di interesse, tassi di cambio, azioni, obbligazioni), nel loro utilizzo si distingue spesso tra due finalità: di copertura (assicurativa) e speculativa. La prima finalità avrebbe un risvolto positivo mentre la seconda avrebbe una sfumatura negativa. La distinzione ha un suo significato: un conto è che io acquisti un *credit default swap* (cfs) per assicurarmi rispetto al fallimento dell'emittente possedendo un'obbligazione dello stesso, un conto è che io acquisti un cfs senza possedere un titolo. Nel primo caso mi copro dal rischio di *default*, nel secondo caso prendo posizione scommettendo sul fallimento dell'emittente. Come cercherò di mostrare in seguito, la distinzione non è sempre così stringente e non è sempre facile comprendere la natura di un derivato.

In ultima analisi la teoria economica sostiene che i derivati permettono ai mercati finanziari di funzionare meglio. Questo approccio ha sottovalutato i risvolti legati all'utilizzo degli strumenti derivati sul fronte della stabilità del sistema finanziario. La crisi finanziaria ha messo in evidenza questo aspetto. Vediamo come.

### **3. I derivati dopo la crisi finanziaria**

La crisi finanziaria è un fenomeno molto complesso di cui è difficile individuare una causa ultima. Ai fini della mia analisi ritengo opportuno distinguere due momenti: la crisi finanziaria più propriamente detta (iniziata nel 2007 ed esplosa nel 2008 con il fallimento di Lehman Brothers), che ha riguardato le banche commerciali e di investimento, la crisi dell'euro (dal 2011 in avanti). Come è ben noto, il nostro paese è stato solo marginalmente toccato dalla crisi finanziaria mentre è stato coinvolto in misura significativa dalla crisi dell'euro.

Nelle analisi della crisi finanziaria sono diffuse due interpretazioni: essa sarebbe dovuta agli squilibri economici che sono a loro volta il risultato di un aumento delle diseguaglianze che ha

portato larga parte della popolazione (principalmente negli Stati Uniti) a fare ricorso all'indebitamento; la crisi sarebbe dovuta ad un cattivo funzionamento dei mercati finanziari a causa di una cattiva regolamentazione/vigilanza e di una stagione di bassi tassi di interesse che ha portato gli intermediari ad assumere rischi eccessivi (*search for yield*). La mia preferenza va alla seconda interpretazione anche se non dobbiamo dimenticarci della prima<sup>3</sup>.

Proviamo quindi a capire perché la crisi finanziaria sia stata in primo luogo il frutto di una cattiva regolamentazione/supervisione soffermandoci sul ruolo degli strumenti derivati. Provando a semplificare, possiamo affermare che gli strumenti derivati in senso ampio (le cartolarizzazioni non sono propriamente dei derivati quanto dei bonds strutturati) hanno svolto un ruolo importante in due frangenti.

Le crisi finanziarie sono caratterizzate da alcuni tratti comuni e quella del 2007-2008 non sfugge a questa regola: sopravvalutazione di alcune *asset class*, aumento del livello di indebitamento, aumento della dimensione dei bilanci degli intermediari. Nel nostro caso l'*asset class* "incriminata" è quella del *real estate*. La crescita del prezzo delle case negli Stati Uniti ha trovato un propellente formidabile nell'aumento dell'indebitamento delle famiglie americane, questo è stato possibile tramite la stipula di mutui concessi con favore da parte delle banche statunitensi anche a individui che non fornivano garanzie adeguate. Questo è stato possibile grazie al cosiddetto modello *originate to distribute*: le banche *retail* stipulavano un enorme quantitativo di mutui che poi venivano ad essere cartolarizzati e piazzati dalle banche sul mercato finanziario sotto forma di bonds strutturati.

Tecnicamente una cartolarizzazione consiste nel conferire i contratti di mutuo presso un soggetto terzo (società veicolo) che a fronte del *cash flow* generato dal pagamento delle rate dei mutui emette obbligazioni. Tipicamente, tramite le operazioni di *pooling* e *tranching* e sfruttando il principio della diversificazione, si ottenevano obbligazioni (le *tranche senior*) che erano considerate sicure e per questo motivo avevano un rating AAA con una cedola non elevata ma comunque superiore ad altri titoli AAA. Da "carta" di dubbia qualità (mutui *subprime*) si passava a carta di ottima qualità che corrispondeva una cedola superiore a quella di titoli con lo stesso rating di un emittente *single name*. Una qualità spesso certificata dal giudizio insindacabile delle agenzie di *rating*.

---

<sup>3</sup> Sull'analisi della crisi faccio riferimento *Oltre lo shock, Quale stabilità per i mercati finanziari*, a cura di Emilio Barucci e Marcello Messori, 2009, Egea editore.

Possiamo ben dire che uno degli ingredienti fondamentali per lo scoppio della crisi sia stato lo strumento delle cartolarizzazioni che ha permesso alle banche di generare elevati volumi di mutui favorendo l'economia del debito e ha messo in circolazione un enorme quantità di titoli che corrispondevano una cedola elevata se commisurata al loro rischio.

Siamo di fronte a quello che in finanza si chiama arbitraggio regolamentare o pasto gratis. Nelle pieghe della regolamentazione (non sono stati commessi illeciti almeno su questo passaggio) si generavano vantaggi per tutti: per il cliente che viveva al di sopra delle proprie disponibilità, per la banca che generava i mutui e otteneva margini elevati conferendoli alle società veicolo, per le altre banche che potevano realizzare margini significativi tramite attività di *carry trading* indebitandosi a breve termine a bassi tassi di interesse e investendo in finanza strutturata guadagnando una remunerazione superiore a quella di altri prodotti con simili *rating* (è il caso di alcune banche regionali tedesche).

Questo "giochetto" ha funzionato per molti motivi:

- a) L'opacità delle cartolarizzazioni che rendeva assai difficile la loro valutazione da parte degli operatori e da parte delle agenzie di *rating*: i contratti ad incentivo tra intermediari e agenzie di rating, che vengono remunerate tramite i contributi degli intermediari per il loro servizio, hanno portato al proliferare di titoli valutati come AAA a seguito di estenuanti processi di ingegneria finanziaria che consistevano principalmente nel definire una bassa correlazione degli assets presenti in portafoglio<sup>4</sup>. Questo ha aperto la porta a comportamenti "legittimi" ma non *fair*.
- b) In un mercato di bonds strutturati che si svolgeva principalmente *over the counter* (OTC) o tramite operazioni di *private placement* era facile che il soggetto più esperto rifilasse prodotti di dubbia qualità a intermediari meno esperti.
- c) La normativa in materia di requisiti di capitale degli intermediari rendeva possibili arbitraggi regolamentari nel *trading* di derivati del credito sfruttando un favor nel trattamento del *trading book* rispetto al *banking book*. Ciò è stato possibile per il riferimento acritico al *rating* nei modelli interni e per la penalizzazione eccessiva dei prodotti strutturati di bassa qualità rispetto a quelli di elevata qualità. Questo ha portato

---

<sup>4</sup> Si calcola che nel 2007 le agenzie di rating ottenessero più della metà dei loro ricavi dalla valutazione di bond strutturati; il cattivo funzionamento del rapporto tra banche e agenzie di rating era tale che a fronte di poche società emittenti in possesso di rating AAA, il numero di bonds strutturati in possesso di questa valutazione era elevatissimo.

ad una crescita significativa in molte banche (non in quelle italiane) di titoli (ed in particolare delle cartolarizzazioni) a discapito dell'attività creditizia tradizionale<sup>5</sup>.

Di fatto, e questa è la vera falla rispetto alla teoria dei mercati efficienti, eravamo di fronte ad un *fictitious market* in cui gli attori da ambo i lati traevano benefici nelle pieghe della regolamentazione e la valutazione degli assets era strutturalmente difficile (dubbia) o affidata a soggetti che tanto imparziali non erano. In questi mercati, semplicemente il prezzo non è un prezzo affidabile.

Le cartolarizzazioni non sono l'unico strumento derivato che ha svolto un ruolo nella crisi finanziaria. In un periodo di bassi tassi di interesse, le banche alla ricerca di attività redditizie hanno aumentato la loro leva indebitandosi tramite strumenti non convenzionali a breve termine spesso collegati a strumenti derivati scambiati su mercati OTC (REPO strutturati come quello utilizzato da Banca Monte dei Paschi nella ristrutturazione del bond strutturato Alexandria) e operando in conto proprio in strumenti derivati. Si usa ricordare in proposito l'esempio della compagnia di assicurazioni AIG e di una importante banca tedesca che avevano sviluppato un business assai significativo vendendo cds anche sul fallimento degli Stati. L'esposizione a breve termine in mercati non regolati ha fatto emergere il rischio liquidità che ha causato il fallimento di molti intermediari.

L'esperienza italiana arricchisce questo quadro anche se non necessariamente con riferimento alla crisi finanziaria. Qui vorrei ricordare due casi importanti.

Il primo riguarda i derivati collocati dalle banche presso le imprese e gli enti locali. Mi preme sottolineare come l'esperienza dei derivati degli enti locali non rappresenti una cosa di cui andare fieri. Di fatto gli enti locali e le banche di investimento hanno operato attivamente in questo settore sfruttando un vuoto normativo che non fa onore a chi aveva la responsabilità di legiferare/regolamentare la materia. Poco importa se nei casi specifici la colpa sia di politici/funzionari incompetenti/corrotti, che cercavano di abbellire i bilanci, o che la responsabilità ricada su avidi banchieri d'affari che erano alla ricerca di commissioni milionarie.

Il secondo caso riguarda i prodotti strutturati/derivati utilizzati dalla banca Monte dei Paschi per "abbellire" i bilanci. Non entro nel merito della vicenda che ha anche risvolti penali<sup>6</sup>. Qui di

---

<sup>5</sup> Nel 2007 circa il 50% delle cartolarizzazioni dei mutui *subprime* era in possesso di intermediari finanziari. Se questo non fosse accaduto probabilmente non avremmo avuto la crisi che abbiamo conosciuto.

seguito vorrei soltanto enucleare quelli che sono i punti salienti utili per la vostra indagine che sono emersi da questa vicenda: limiti sostanziali dei criteri di classificazione nei bilanci dei prodotti strutturati e derivati complessi (il REPO strutturato ottenuto dalla ristrutturazione di Alexandria era stato scomposto e classificato in diverse poste sfruttando la possibilità di valutarne alcune parti al costo storico)<sup>7</sup>; incapacità dei controlli interni a tutti i livelli (audit, cda, collegio sindacale, società di revisione) di prevenire questi fenomeni; limiti intrinseci di mercati dove una banca acquista un *private placement* in esclusiva (un'operazione OTC per miliardi di euro); limiti strutturali della vigilanza riguardo al cosiddetto *Pillar II* e nel guardare dentro i bilanci per cogliere i rischi connessi a derivati complicati che vengono rappresentati in modo oscuro<sup>8</sup>; asimmetria di competenze eclatante tra il management della banca e quello delle banche d'affari.

In sintesi possiamo affermare che la crisi ha mostrato alcuni punti deboli attorno all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati:

- a) I mercati dei derivati OTC non sono dei mercati robusti ed efficienti: il prezzo che si forma non è indicativo essendo il frutto dell'incontro soltanto di due controparti (limitata *price discovery*); si possono formare facilmente delle opportunità di arbitraggio portando a transazioni *unfair* a discapito di operatori meno esperti; le relazioni che si generano su questi mercati non regolamentati minano la stabilità finanziaria in quanto portano a forti interconnessioni difficili da tracciare.
- b) Alcuni strumenti derivati sono troppo complessi, la loro valutazione è complicata anche per gli addetti ai lavori. Questo ha fatto sì che molti operatori non esperti siano stati "gabbati" più o meno consapevolmente da parte di operatori più esperti.
- c) Il principio cardine della trasparenza che dovrebbe essere il presupposto indispensabile per permettere agli operatori (professionali e *retail*) di prendere decisioni consapevoli è una foglia di fico in presenza di derivati complessi.
- d) Impossibilità di contare su soggetti terzi per garantire la qualità di assets complessi.
- e) Il sistema di regolamentazione degli intermediari (banche e compagnie di assicurazioni in primis) basato sulla definizione dei *risk weighted assets* con una penalizzazione per gli assets più rischiosi non catturava adeguatamente i rischi, in particolare non permetteva di

---

<sup>6</sup> La Banca ha conosciuto almeno quattro vicende legate ai derivati: Alexandria, Santorini, Corsair, Fresh. Sul punto rimando alla discussione di Roberto Baviera [https://www.mate.polimi.it/qfinlab/document/MPS\\_Completa.pdf](https://www.mate.polimi.it/qfinlab/document/MPS_Completa.pdf).

<sup>7</sup> Il tema è ancora aperto tanto che la BCE in sede di Comprehensive Assessment ha deciso di valutare Alexandria come un derivato chiedendo di fatto una riclassificazione.

<sup>8</sup> [https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/documenti/Interventi\\_MPS3.pdf](https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/documenti/Interventi_MPS3.pdf)

catturare il rischio sistemico e di liquidità. Questo è un punto cardine in quanto ha messo in discussione alla radice l'approccio basato sulla deregolamentazione dello sviluppo dei mercati finanziari e della vigilanza microprudenziale degli intermediari secondo cui un intermediario può fare quello che vuole a patto che sappia valutare i rischi che detiene.

Non è corretto affermare, come talvolta si usa sostenere, che la crisi non ha "colpito" la finanza strutturata: il mercato di alcuni prodotti (come le cartolarizzazioni) si è ridotto significativamente, le banche hanno chiuso molte operazioni liberandosi dei prodotti tossici, gli operatori in derivati del credito e i dipartimenti delle agenzie di *rating* che se ne occupavano hanno subito una forte contrazione. Insomma, ci sono persone che hanno perso il proprio lavoro.

#### **4. I rimedi proposti**

La crisi finanziaria ha portato ad una profonda revisione della regolamentazione in materia finanziaria. L'approccio portato avanti è stato molto deciso ma si colloca in continuità con quello seguito fino al 2007 e fondato sul binomio deregolamentazione-privatizzazione.

In merito al secondo pilastro si è stabilito di andare avanti tagliando in modo chiaro il legame tra banche-Stato rendendo assai difficili (con la Banking Union) i salvataggi da parte dello Stato: la gestione e anche il fallimento di una banca divengono un fatto "privato" in quanto tramite il *bail-in* saranno gli azionisti e poi gli obbligazionisti a pagare il conto, anche i possessori di depositi sono tutelati soltanto fino ad un certo limite. Di pari passo, si è cercato di limitare la rilevanza sistemica del fallimento di una banca.

Quanto all'idea guida deregolamentazione si è proceduto con un aggiustamento significativo ma non strutturale. Non si è tornati indietro all'epoca della vigilanza strutturale che poneva in modo chiaro dei vincoli dall'alto all'operato degli intermediari, si è preferito continuare lungo la direzione che un intermediario può fare quello che vuole a patto che sia informato, sia in grado di valutare i rischi e che abbia sufficiente capitale.

Vediamo quelli che sono i rimedi proposti in materia di derivati. I rimedi sono significativi e toccano cinque ambiti:

- a) Regolamentazione bancaria

La regolamentazione internazionale ha posto un limite agli arbitraggi regolamentari tra *trading book* e *banking book* (che rendevano appetibili la cartolarizzazione dei crediti), più in generale ha affinato il processo di misurazione dei rischi di un intermediario (rischio di credito, mercato, controparte, liquidità) e ha imposto maggiori vincoli all'utilizzo di modelli interni che potevano portare ad una manipolazione dei *risk weighted assets*. I riferimenti vanno a Basilea 2.5 e a Basilea 3 con misure quali: requisito di capitale addizionale (*incremental risk charge*) per i titoli strutturati legati al credito con l'obiettivo di catturare la *migration* e *default risk* e misure di rischio stressate per gli stessi (*stressed value at risk*); introduzione del *Credit Value Adjustment* (CVA) per tenere conto adeguatamente del *counterparty credit risk* legato a derivati, prodotti del credito e REPO; requisiti di capitale più severi per derivati scambiati OTC rispetto a derivati scambiati tramite una *central counterparty*; misure conservative sulle ipotesi circa la correlazione degli assets delle cartolarizzazioni; requisiti di capitale più elevati per attività di *trading* e strumenti derivati<sup>9</sup>. Le misure sembrano mordere: le banche stanno riflettendo circa la convenienza di adottare i modelli interni, le banche commerciali stanno riducendo le attività più speculative di *trading*.

b) Principi contabili e normativa in materia: imprese, intermediari, amministrazioni pubbliche

Uno degli aspetti maggiormente critici messo in evidenza dalla crisi finanziaria è il collocamento degli strumenti derivati nel bilancio di una società e la loro valutazione. Negli ultimi anni sono stati fatti passi avanti significativi importanti su più fronti.

La nuova direttiva 2013/34/EU (da recepire entro il 20 luglio 2015) permette agli Stati membri di adottare il *fair value* nella valutazione degli strumenti finanziari derivati togliendo le ambiguità che erano permesse dalle precedenti norme contabili<sup>10</sup>.

Sul fronte delle imprese c'è da ricordare anche l'iniziativa dell'*International Accounting Standards Board* che ha provveduto ad una revisione dei principi contabili cercando di porre rimedio ad alcuni dei limiti che sono emersi durante la crisi, i principi cosiddetti IFRS 9 andranno a rimpiazzare gli IAS 39 incidendo su tre aree: classificazione e misurazione degli asset finanziari, *impairment* con la sostituzione dell'*incurred loss* con una valutazione prospettica di *expected credit loss*, nuovi requisiti di *hedge accounting*<sup>11</sup>. Sulla base di questi principi, titoli finanziari illiquidi legati al credito

---

<sup>9</sup> Sinteticamente facciamo riferimento ai paper del Comitato di Basilea nr. 158, 159, 189, 279, 305, 307. Per una analisi di questi rimando a Michele Bonollo <https://www.finriskalert.it/?p=2534>, <https://www.finriskalert.it/?p=2106>.

<sup>10</sup> <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:182:0019:0076:IT:PDF>

<sup>11</sup> [https://inform.pwc.com/inform2/show?action=informContent&id=1456074901128251#ic\\_1455074301131884](https://inform.pwc.com/inform2/show?action=informContent&id=1456074901128251#ic_1455074301131884)

(come le cartolarizzazioni) saranno valutati più correttamente e i bilanci offriranno una rappresentazione più chiara rispetto all'utilizzo dei derivati.

Sul fronte dei derivati detenuti dalle amministrazioni pubbliche locali faccio riferimento al materiale già fornito in altre audizioni ed in particolare alla audizione della Corte dei Conti e alla nota sul tema dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio<sup>12</sup>. In questo documento è bene illustrato come i vincoli sull'operatività degli enti locali siano divenuti mano a mano sempre più stringenti sia in termini di informazioni preventive da trasmettere al MEF (che deve valutarne l'efficacia) o da allegare al bilancio con trasmissione alla Corte dei Conti, sia in termini di operatività (con una stretta aderenza tra utilizzo del derivato e esigenza di copertura che di fatto limita significativamente il novero degli strumenti derivati su cui operare). Quanto all'amministrazione centrale sono da segnalare due passaggi importanti: la decisione di Eurostat del 2008 che ha imposto la classificazione di un eventuale *up front* di un derivato come prestito (debito) così come la sua inclusione sempre nel debito per tutti gli anni di durata del contratto; il passaggio nel 2014 al SEC2010 che ha fatto venire meno la *swap exception*, ha incluso i derivati nell'ambito delle operazioni finanziarie (con nessun impatto sul deficit) e regolato la trattazione delle ristrutturazione di derivati in modo tale da fa emergere come prestito un eventuale *mark to market* negativo. Queste innovazioni hanno ridotto significativamente le possibilità di abbellire i bilanci con gli strumenti derivati.

#### c) Cartolarizzazioni

Nell'ambito del progetto *Capital Markets Union*, la Commissione Europea sta cercando di rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni a livello UE<sup>13</sup>. L'obiettivo è quello di segmentare il mercato andando a delimitare cartolarizzazioni *high quality* sulla base di tre criteri (semplicità, trasparenza, standardizzazione) e imponendo limitazioni in termini di profilo di rischio (requisiti in termini di rischio degli assets, limiti di *retention* da parte dell'*originator* e dello strutturatore, certezza del diritto rispetto alle diverse normative). L'obiettivo è di differenziare tra prodotti qualificati e non qualificati favorendo lo sviluppo del mercato per la prima classe di prodotti. Cruciale in questa prospettiva risulta essere una armonizzazione fra le diverse normative in tema di insolvenza. Anche il Comitato di Basilea, lo IOSCO e l'EBA sono intervenuti sul tema avviando un processo di revisione del *framework* delle cartolarizzazioni<sup>14</sup>.

#### d) Regolazione delle operazioni OTC

L'European Market Infrastructure Regulation (EMIR) è la risposta europea alla sollecitazione del G20 di Pittsburgh del 2009 circa l'opportunità di ridurre l'estensione degli scambi in mercati OTC al fine di ridurre il

---

<sup>12</sup> <http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2015/02/Focus-3.pdf>

<sup>13</sup> [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/securitisation/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/securitisation/docs/consultation-document_en.pdf)

<sup>14</sup> <http://www.bis.org/bcbs/publ/d304.htm>, <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/846157/EBA-DP-2014-02+Discussion+Paper+on+simple+standard+and+transparent+securitisations.pdf>

rischio sistemico<sup>15</sup>. Tale obiettivo è perseguito agendo in tre direzioni: obbligo di *clearing* dei derivati semplici presso una controparte centrale; obbligo di collateralizzazione con standard imposti dalla normativa e di *risk mitigations* per tutti i derivati scambiati OTC; aumento della trasparenza su tutte le operazioni in derivati tramite l'obbligo di comunicazione a banche dati (*trade repository*). L'obiettivo è quello di irrobustire i mercati dei derivati, ridurre il rischio controparte e quello sistemico tramite un *netting* centralizzato piuttosto che bilaterale e aumentare la base informativa su queste operazioni soprattutto ai fini delle attività di vigilanza macroprudenziale.

e) Presidi a tutela dei risparmiatori

Il tema della tutela degli investitori *retail* è da tempo al centro dell'attenzione della UE che si è impegnata nella revisione della MIFID: la Direttiva 2014/65 e il Regolamento 600/2014 costituiscono la MIFID II che dovrà essere recepita dagli stati entro la metà del 2016<sup>16</sup>. La direttiva segna uno sviluppo importante nell'ambito dei presidi posti a tutela dei risparmiatori in quattro direzioni: definizione di una governance nella gestione di un prodotto finanziario con l'obiettivo di allineare le sue caratteristiche con le esigenze del risparmiatore; possibilità per le autorità di vigilanza di intervenire per proibire o restringere il collocamento di prodotti finanziari potenzialmente riduttivi della protezione degli investitori<sup>17</sup>; definizione delle caratteristiche della consulenza indipendente; rafforzamento della definizione di adeguatezza di un cliente rispetto a determinati strumenti finanziari.

L'unica nota non positiva è rappresentata dalla Banca Centrale Europea che nel *Comprehensive Assessment* terminato ad ottobre 2014 ha mostrato di curarsi assai poco dei titoli difficili da valutare andando ad impattare soprattutto sull'attività creditizia tradizionale: gli aggiustamenti dell'*Asset Quality Review* derivano solo per 1.4 miliardi dalla revisione del valore degli assets mentre ben 43 miliardi derivano dagli aggiustamenti su crediti.

Nel complesso la mia valutazione è che vi sia stata una stretta significativa in materia di derivati a livello normativo, ma molti passaggi sono ancora da compiere e dunque è bene che questa Commissione abbia piena visibilità su questi temi. Vorrei concludere questo punto con una nota di attenzione. Non ci facciamo illusioni: i mercati finanziari (in senso astratto) sono un serpente difficile da catturare, fatta una nuova regola gli operatori cercheranno sempre di trovare (e la troveranno) la strada per fare le loro redditizie operazioni al limite della normativa. Questo suggerisce di adottare un approccio più conservativo che accomodante verso le richieste dell'industria finanziaria.

---

<sup>15</sup> [http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_en.htm)

<sup>16</sup> [http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid2/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid2/index_en.htm)

<sup>17</sup> Con la Comunicazione 0097996 del 22.12.2014, Consob ha ristretto la distribuzione di prodotti finanziari complessi (derivati e strutturati) alla clientela retail (<http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2014/c0097996.htm>).

## **5. I derivati dell'amministrazione pubblica**

Questa Commissione ha dedicato molta attenzione al tema dei derivati in possesso delle amministrazioni pubbliche. In quanto segue mi soffermerò principalmente sui derivati stipulati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF).

In merito ai derivati stipulati dalle amministrazioni locali ritengo che le audizioni precedenti abbiano già fatto piena luce. A seguito degli interventi normativi già menzionati, il fenomeno è oramai molto circoscritto. La valutazione di quello che è successo è però molto grave. Un vuoto normativo ha permesso a amministratori più o meno consapevoli di operare in derivati. Spesso tramite *up front* immediati in cambio di derivati assai svantaggiosi, che andavano ad impattare sulle amministrazioni successive, molti amministratori locali hanno fatto operazioni di abbellimento dei bilancio che hanno avuto un riflesso negativo assai significativo per i conti pubblici. Ormai il danno è stato fatto, sottolineo che la soluzione adottata è fortemente vincolante dall'alto forse sulla base della convinzione (che condivido) che negli enti locali non vi siano le competenze per fare operazioni di questo tipo.

In precedenti audizioni vi è stato fornito un quadro dell'esperienza del MEF nella gestione degli strumenti derivati, credo che da essa si possano trarre alcuni suggerimenti per il futuro. Partiamo dalla constatazione che i vincoli imposti sui conti pubblici descritti sopra rendono assai limitata la possibilità di utilizzare gli strumenti derivati per abbellire i conti pubblici in futuro. Rimangono comunque dei profili di criticità.

### **5.1 Obiettivi e governance in merito all'utilizzo dei derivati**

Nelle audizioni e nella stampa si è discusso molto in merito alle professionalità presenti nel MEF in materia di derivati. Non ho elementi per valutare questo punto, mi preme però sottolineare un tema di governance e di obiettivi che mi sembra centrale: la commistione sia in termini di obiettivi che di competenze tra collocamento del debito pubblico e gestione dei derivati non è una cosa positiva. Dall'evidenza fornita, sembra che in alcuni frangenti gli strumenti derivati siano stati utilizzati per facilitare il collocamento del debito pubblico. Questo ci può stare, i derivati in linea di principio possono essere utilizzati per coprire il rischio di non collocamento ma ciò deve avvenire all'interno di responsabilità e obiettivi ben definiti altrimenti si finisce per mischiare due obiettivi diversi: chi colloca il debito ha come obiettivo quello di minimizzare il costo del debito, chi gestisce il rischio ha come obiettivo quello di mettere in atto strategie di copertura per minimizzare

eventuali rischi presenti nel bilancio dello Stato. Si tratta di obiettivi diversi che non possono fare riferimento alla medesima struttura (attualmente la II Direzione). Occorre una chiara distinzione delle due funzioni, che potremmo chiamare “collocamento debito” e “*risk management*”: se si tengono unite in capo alla Direzione II, non si riesce a capire se il MEF fa bene il suo mestiere nel collocare il debito o nel coprirsi da eventuali rischi in quanto si potrà sempre sostenere che i rischi che si corrono o che si sono materializzati, come nel caso attuale a causa di una stagione senza precedenti di bassi tassi di interesse, hanno portato un beneficio (difficile da verificare) sul fronte del costo del debito.

Conviene sgombrare il campo da un equivoco. Sulla base dell'evidenza a disposizione, non possiamo muovere appunti al MEF quanto a competenza nel collocamento e nella gestione del debito pubblico italiano. E' un fatto che il MEF sia riuscito a collocare i titoli di Stato anche in momenti di grande tensione, le professionalità sembrano essere di assoluto valore nel contesto internazionale. Nella ricostruzione dell'utilizzo di derivati effettuata dalla dott.ssa Cannata nelle due audizioni si fa però riferimento in più di un passaggio ai benefici che l'utilizzo di derivati ha portato sul fronte del collocamento del debito pubblico e questo rende ogni valutazione ex post sull'operato difficile da effettuare.

Come giustamente osservato dalla dott.ssa Cannata nella audizione del 26 febbraio, il valore di mercato del derivato negativo non dovrebbe essere valutato di per sé quanto assieme al costo del debito delle emissioni effettuate. Si dovrebbe poi comparare tale costo con quello che si sarebbe sopportato emettendo debito senza derivati. Solo così si potrebbe valutare se il MEF ha operato bene o male. Secondo la dott.ssa Cannata, “Se si guarda insieme derivato e debito, si evidenzia che, ..., ci sono benefici riscontrabili nei documenti di stabilità da un anno all'altro. Ogni anno stiamo recependo miglioramenti sul tasso di interesse, anche se c'è una quota che -...- non è strettamente correlata a una copertura puntuale.”

Tale valutazione è difficile da verificare anche con la completa *disclosure* dei contratti derivati, è una valutazione d'assieme sulla strategia di emissione e copertura del debito che difficilmente può essere valutata per singolo contratto e da un soggetto terzo che non conosca tutti gli elementi della gestione del debito. L'unico modo per avere qualche garanzia che l'utilizzo dei derivati sia fatto propriamente è distinguere le due funzioni definendone in modo chiaro gli obiettivi. Solo così si evita di cadere nella consueta storiella di quella notte in cui tutti i gatti sono bigi e si finisce per non capire se il costo del debito stipulando contratti derivati sia stato effettivamente inferiore al

costo che si sarebbe sopportato senza di loro. Questi presidi permetterebbero anche di porre un limite ad eventuali conflitti di interesse che potrebbero sorgere nei rapporti con le controparti specialiste e verificare pienamente che la relazione di lungo periodo con le stesse sia foriera di buoni affari per lo Stato italiano e non di nocumento.

Apro una parentesi osservando che alla luce dell'esperienza del MEF questa commistione sembra aver prodotto almeno due criticità: l'operatività in IRS di *duration* e in *swaption*<sup>18</sup>.

E' da chiarire in primo luogo il significato degli IRS di *duration*. La stipula di un contratto IRS in cui si paga il fisso già di per sé porta ad un allungamento della *duration*, questo non è il punto. Questi contratti non sono prettamente di copertura nei confronti dei titoli a tasso variabile (CCT), questi dovrebbero essere infatti coperti tramite gli IRS di copertura che rappresentano il 7% dei contratti derivati<sup>19</sup>. Per l'idea che mi sono fatto, gli IRS di *duration* sono stati stipulati per coprirsi a fronte di un rischio di tasso legato a titoli a breve termine a tasso variabile (BOT). Più o meno il MEF, a partire dalla metà degli anni '90, sembra aver operato nel seguente modo: oggi pianifico di fare emissioni di BOT nei prossimi anni con una certa cadenza, stipulo un contratto IRS a lunga scadenza in cui ricevo il tasso variabile che dovrò consegnare in futuro e pago il fisso. Così facendo, beneficio dei bassi tassi di interesse a breve in emissione, mi copro da rischio di tasso futuro ma mi assumo un rischio collocamento/quantità, nel caso in cui le emissioni di titoli a breve termine non siano quelle che avevo previsto al momento della stipula del contratto IRS. In questo caso i contratti IRS non sono stati utilizzati per facilitare il collocamento del debito ma per prendere profitto sulla parte corta della curva cercando di immunizzare il rischio di tasso che questo comporta. Un'operazione di copertura rispetto al rischio di tasso di non facile gestione anche perché, come vedremo in seguito, i tassi BOT incorporano un rischio spread che non è coperto da un IRS.

Questa operatività ha portato a pesanti perdite che non sembrano essere pienamente spiegate dal ribasso dei tassi di interesse visto che il *mark to market* nel periodo 2004-2008 si è mantenuto tra -15 e -22 miliardi, tale valore potrebbe essere dovuto al fatto che il nozionale assicurato con questi contratti è risultato essere superiore ai BOT che poi sono stati emessi a seguito della decisione di procedere con un allungamento del debito tramite BTP e di ridurre la quota di BOT. Non sembra

---

<sup>18</sup> Questi contratti rappresentano il 100% del 42 miliardi di *mark to market* negativo e, rispettivamente, il 32% e il 47% del nozionale dei relativi derivati.

<sup>19</sup> Debbo confessare che l'unico fatto difficile da spiegare sulla base delle informazioni disponibili è il *mark to market* positivo per gli IRS di copertura nell'ipotesi che il MEF paghi il fisso e riceva il variabile.

dunque essere tutta “colpa” del ribasso dei tassi di interesse. E’ corretto affermare che ante 2007 ci si attendeva un rialzo dei tassi e che il ribasso post crisi ha generato buona parte della perdita sui derivati, un costo di una scommessa finita male ma corretta in una logica di gestione del rischio, ma questo argomento da solo non spiega quello che è avvenuto<sup>20</sup>.

Sempre nella audizione del 26 febbraio, la dott.ssa Cannata sembra rivendicare la necessità di stipulare IRS di *duration* in quanto “il Tesoro ha comunque una quantità di titoli a breve termine, o collegati a tassi a breve termine che è stata molto ridotta rispetto al passato, ma che forse non è più comprimibile”. Si tratta di una tesi condivisibile, ma un’operazione di copertura di questo tipo va fatta bene (prevedendo bene il flusso di emissioni future) altrimenti diviene un’assunzione di rischio eccessivo. L’esperienza mostra che qualcosa non ha funzionato a dovere. Che qualcosa non abbia funzionato in modo pieno lo si desume dalla audizione del 10 febbraio allorché si afferma “si è cercato di rimodulare alcuni swap in essere con scadenze molto lunghe in modo da renderli, ove possibile, un puntuale strumento di copertura della componente variabile dei CCTeu”.

La vendita delle *swaption* mostra qualche criticità in più giacché da quanto emerge sembra che esse siano state utilizzate esplicitamente per ridurre l’esposizione e la durata delle posizioni delle controparti dello Stato italiano (ridurre i loro rischi) che sotto la pressione della crisi dell’euro erano poco inclini a partecipare alle aste dei titoli di Stato e anzi tendevano a ridurre la loro esposizione in titoli a lungo termine e in IRS con lo Stato italiano come controparte (per via del CVA associato per i requisiti di capitale) e a comprare copertura tramite cds. In questo caso, non c’è esigenza di copertura (e neppure speculativa), lo Stato italiano si è assunto rischi fornendo assicurazioni alle controparti, tecnicamente quello che ha fatto è molto chiaro: “si è proceduto alla riduzione della durata di alcune posizioni, a parità di valore di mercato, associando ad esse la vendita di opzioni per mitigarne l’impatto negativo sulla spesa per interessi”. La vendita delle *swaption* avrebbe portato all’abbassamento del tasso fisso dei contratti *swap* e/o finanziato la chiusura di un contratto con *mark to market* negativo accorciando la scadenza e con ogni probabilità aumentandone il nozionale. Sembra dunque che siano state dunque ridotte alcune posizioni di IRS allentando la pressione delle controparti sui cds e favorendo la loro partecipazione alle aste. Non è possibile verificare se ci sia stato un beneficio nell’emissione del debito ma è assai

---

<sup>20</sup> Vale la pena di osservare che i contratti IRS stipulati dal Tesoro sembrano comunque scontare il rischio controparte legato allo Stato italiano: dal testo della dott.ssa Cannata (p.24) si legge che post ristrutturazione recente il tasso medio pagato è del 4.4% mentre il tasso IRS 10 anni si collocava su valori pari a 3.7%, 3.5%, 3.3%, 2.3% ad inizio 2009, 2010, 2011, 2012. Le banche hanno probabilmente applicato il cosiddetto *full fair value* alla valutazione degli IRS che tiene conto del rischio controparte. Questo potrebbe spiegare le perdite ante 2008.

probabile che questo sia il caso, sarebbe però bene che fosse stato ben valutato ex ante da una funzione *risk management* indipendente.

Mi preme sottolineare che in ambedue i casi il problema non è stato quello che il MEF avrebbe speculato o accettato scommesse sconsiderate, il problema è diverso: nel caso di IRS di *duration* si è fatta un'operazione di copertura del rischio di tasso in modo forse non appropriato, nel caso delle *swaption* si sono venduti dei derivati per alleggerire le posizioni delle controparti sul rischio sovrano/rimodulare altri contratti così facendo lo Stato ha fornito assicurazione alle controparti accettando una scommessa a condizioni di tasso che si ritenevano vantaggiose. In ambedue i casi, l'utilizzo dei derivati è servito a ridurre il costo del collocamento dei titoli pubblici. Sicuramente ci saranno stati vantaggi su questo fronte, ma essi non solo facilmente quantificabili. Proprio per questo motivo occorre rafforzare la governance.

Per cogliere il punto credo sia opportuno fare un parallelo con gli operatori privati. Nel caso di un intermediario privato tipicamente la gestione dei derivati è assegnata ad un desk che svolge trading per conto proprio o per conto terzi. Dopo avere eseguito un'operazione, il desk come prima linea di difesa controlla seduta stante l'esposizione al rischio sulla base di vincoli che gli sono posti tramite modelli validati da un soggetto terzo (funzione *risk management*); la valutazione dei rischi connessi con le posizioni nel loro complesso è assegnata ad una funzione (*risk management*) separata da quella operativa che rappresenta la seconda linea di difesa. L'indipendenza del *risk management* è tutelata in modo significativo: mentre l'operatore riporta per via gerarchica al direttore generale o all'amministratore delegato, il *chief risk officer* di una banca riporta direttamente al consiglio di amministrazione, questo proprio per garantirne l'indipendenza. Il suo destino, la sua remunerazione non dipendono dall'amministratore delegato ma dal consiglio di amministrazione nel suo insieme. La sua responsabilità è accentuata dal fatto che in alcuni casi è chiamato a rispondere nei confronti dell'autorità di vigilanza anche da un punto di vista pecuniario nel caso di una sanzione. I livelli di controllo del rischio sono simili nel caso di un'emissione obbligazionaria.

I livelli di controllo per una società privata non finiscono qui, abbiamo anche una terza linea di difesa rappresentata dall'audit che solitamente verifica che le procedure siano state seguite senza eccezioni. Quindi, tre linee di difesa nel controllo dei rischi cui si aggiungono – almeno negli intermediari finanziari - l'intervento del comitato rischi (che affronta anche questioni tecniche), e l'ultima parola del consiglio di amministrazione per operazioni particolarmente significative. A

questi livelli risulta essere centrale il ruolo di amministratori indipendenti che dovrebbero (assieme alla funzione *risk*) fare quello che si chiama *challenge* rispetto alla prima linea mettendo in discussione le ipotesi di misurazione dei rischio, verificando al loro attendibilità e discutendo le strategie messe in opera.

E' auspicabile che un'amministrazione pubblica si doti internamente di una funzione di *risk management* autonoma (che risponda in ultima analisi al Ministro o al Direttore Generale) che sia in grado di definire delle *risk policies* e di monitorare il rischio in modo indipendente. E' nella natura di questa funzione di entrare in contrasto con la prima linea (in questo caso chi colloca i titoli di debito pubblico), dal loro confronto nascerà una strategia di collocamento del debito pubblico e di copertura dai rischi efficace. Da valutare anche la possibilità di avvalersi di un confronto con soggetti indipendenti per favorire la discussione all'interno della struttura. Nel caso di un'amministrazione pubblica, questo ruolo potrebbe essere svolto da consulenti dotati di una *mission* ben definita.

Nell'ambito della definizione di una buona governance occorre definire ex ante dei principi generali rispetto ai quali gestire il rischio (*risk policies*); nelle *risk policies* devono essere stabiliti dei limiti ai livelli di rischio che si ritiene opportuno rispettare. Proprio rispetto a questi limiti, in una prospettiva *forward looking*, si vengono a definire delle *management actions* nel caso di sforamento. La definizione di *risk policies* è un tassello importante rispetto al quale valutare le strategie da mettere in campo e la verifica ex post della loro efficienza. Tali *policies* in un'azienda privata vengono approvate dal consiglio di amministrazione.

Sempre in tema di governance appare invece piuttosto curioso sostenere che la gestione dei derivati dovrebbe essere assegnata ad un soggetto terzo quale ad esempio un'autorità indipendente. La gestione dei rischi tramite derivati deve essere distinta ma vicina a coloro che emettono il debito solo così sarà in grado di valutare i rischi. Altro discorso è il controllo terzo su cui tornerò in seguito.

Non ho informazioni precise riguardo alla governance che il MEF si è dato nelle gestione dei rischi. Dalle audizioni della dott.ssa Cannata emerge che è presente un comitato preposto al monitoraggio del rischio controparte e che sulle decisioni in derivati c'è un confronto continuo con il Direttore Generale e il Ministro, prevedendo in molti casi la loro autorizzazione. Questo significa che c'è una procedura che porta a scalare le operazioni di maggiore significato e che, anche se non

è specificato come, si tiene conto del rischio controparte nel promuovere un'operazione<sup>21</sup>. Questo non significa che sia presente un sistema di controlli indipendente. Credo che sia opportuno insistere nel rafforzare i presidi di governance chiarendo i compiti e le responsabilità delle due funzioni: collocare titoli di stato e gestire al meglio i rischi.

Sempre nell'ottica di migliorare la governance e la gestione del debito è stato proposto l'istituzione di un fondo rischi in merito alle posizioni in derivati. Tornerò di seguito su questo punto.

## **5.2 E' necessario utilizzare derivati per lo Stato?**

La mia risposta è sì ma in misura limitata. Per almeno due motivi.

Nelle audizioni si pone la distinzione tra finalità assicurativa e finalità speculativa nell'uso dei derivati. Non mi ritrovo appieno in questa distinzione. Dall'evidenza fornita emergerebbe che il MEF ha quattro tipologie di contratti: *cross currency swap*, *interest rate swap di duration*, *interest rate swap di copertura*, *swaptions*.

Gli IRS di copertura e gli IRS di *duration* sembrano essere strumenti in cui lo Stato paga il tasso fisso e riceve il tasso variabile. La spiegazione fornita in audizione dal MEF è del tutto legittima e appare convincente: lo Stato italiano tende a fissare il tasso per coprirsi rispetto ad aumenti di tasso.

L'argomento è stato condiviso da molti: lo Stato si copre da un rischio (finalità assicurativa) di rialzo dei tassi di interesse che rappresenta uno scenario avverso nella prospettiva di minimizzare il costo del debito. Questo sarebbe in realtà pienamente convincente se lo Stato fosse un emittente qualsiasi che deve minimizzare il costo del debito. Se guardiamo alle entrate dello Stato, troviamo che in realtà il rischio di tasso legato a titoli di Stato a tasso variabile (CCT) o alla necessità di emettere di frequente titoli di Stato a breve (BOT) è almeno parzialmente coperto: in presenza di elevati tassi di interesse tipicamente l'economia va bene e quindi lo Stato beneficia di significative entrate fiscali, se così stanno le cose è proprio necessario coprirsi da un rialzo dei tassi? Forse no anche valutando che la copertura di un IRS in cui si paga il fisso e si riceve il

---

<sup>21</sup> In merito al rischio controparte sarebbe opportuno indicare come vengono selezionate le controparti per i singoli *deals* e se sono definite *risk policies* al riguardo.

variabile fa venire meno il beneficio di bassi tassi interesse che corrispondono ad un periodo (come l'attuale) di bassa attività economica.

Questa considerazione trova conferma in un'ottica *asset liabilities management* guardando al bilancio dello Stato che prevede una *duration* dell'attivo (entrate fiscali) molto breve: come una banca, lo Stato dovrebbe provvedere ad allineare la *duration* dell'attivo a quella del passivo. In questa ottica una strategia di allungamento della *duration* può non essere del tutto convincente. Si tratta di una considerazione teorica (ignora il rischio di collocamento) che non deve essere comunque ignorata.

Insomma un IRS in cui si paga il tasso fisso e si riceve il variabile svolgerebbe una funzione assicurativa considerando il problema della minimizzazione del costo del debito ma non considerando il bilancio dello Stato nel suo complesso (anche il lato delle entrate). In questo caso lo stesso contratto finisce per svolgere esattamente la funzione di accentuare i rischi legati ad una stagione di bassi tassi di interesse, come è accaduto negli ultimi anni in cui lo Stato non ha beneficiato pienamente del ribasso dei tassi di interesse in presenza di limitate entrate fiscali.

Il secondo motivo è che la crisi finanziaria ha cambiato il mondo facendo emergere il rischio sovrano che nel caso delle operazioni di copertura tramite IRS è un *basis risk*<sup>22</sup>. Ante 2007 avevamo conosciuto un periodo di forte convergenza nel mondo reddito fisso area euro per cui il tasso di un BTP era assai simile a quello di un BUND ed ambedue erano fortemente correlati con il tasso *euribor*, il tasso cui è ancorato un IRS (assenza di *basis risk*). La crisi finanziaria ha fatto tornare di attualità il rischio sovrano. Questo ha reso del tutto vano l'utilizzo degli IRS ai fini assicurativi in quanto i tassi dei BOT e dei CCT (che dovevano essere coperti dagli IRS) erano legati all'*euribor* e allo spread, e ciò è destinato a perdurare nel tempo<sup>23</sup>. L'unico modo per assicurarsi sarebbe quello di comprare cds sul debito pubblico italiano, una cosa impossibile; l'alternativa è di costituire garanzie bilaterali tramite un *credit support annex* che permette di eliminare il rischio controparte tramite la marginazione delle posizioni. Il pregio di questa strada è anche quello di

---

<sup>22</sup> Del resto, come evidenziato nella nota 20, nello stabilire le condizioni degli IRS le controparti hanno tenuto conto del rischio controparte imponendo allo Stato italiano di pagare un tasso superiore a quello che sembra essere stato quello di mercato negli ultimi anni.

<sup>23</sup> Soltanto i CCTEu, emessi a partire dal giugno 2010 e che rappresentano il 5% del debito pubblico italiano (92 miliardi), sono agganciati all'*euribor* a 6 mesi. Non a caso la dott.ssa Cannata nell'audizione del 10 febbraio ha affermato che post ristrutturazioni del 2011 gli IRS sono divenuti un puntuale strumento di copertura dei titoli di cui sopra.

fare emergere in modo chiaro i rischi delle operazioni (depurate dai rischi di controparte) e di evidenziare il *mark to market*.

Così come per il ribasso dei tassi di interessi senza precedenti, era difficile prevedere l'esplosione dello *spread* legato al rischio sovrano, non mi sento dunque di fare un processo alle strategie di copertura messe in atto in passato, ma guardando al futuro occorre prendere atto che lo Stato italiano può assicurarsi rispetto al rischio tasso tramite un IRS ma non può assicurarsi rispetto al rischio del suo fallimento o all'ipotesi di una rottura dell'Euro.

In definitiva, si può sostenere che la stipula di IRS di copertura prima del 2007 aveva una sua coerenza. La crisi finanziaria ha mostrato che, almeno per il futuro, un IRS non è uno strumento pienamente adeguato di copertura in quanto assicura solo nei confronti del rischio tasso e non nei confronti del rischio emergente legato alla solidità dei paesi. Questa lezione deve essere appresa e deve portare a limitare l'utilizzo dei derivati.

Rimane intatta invece l'esigenza di coprirsi dal rischio di cambio tramite un *cross currency swap* nel caso di emissioni non in euro. E' positivo che questi strumenti siano l'oggetto principale della strategia di *hedging* per il futuro del MEF con l'obiettivo di tornare ad emettere titoli in dollari. In questo caso l'attività di copertura permetterà di ampliare le possibilità di collocamento di titoli in dollari di cui lo Stato italiano non vuole detenere il rischio di cambio.

### **5.3 Alcune note sul mark to market**

Nel dibattito su queste tematiche si è discusso molto sul significato da assegnare al *mark to market* dei derivati in possesso dell'amministrazione centrale che al 31.12.2014 risulta essere negativo per 42 miliardi. Si è detto che esso non rappresenterebbe una perdita immediata salvo il caso in cui siano presenti delle clausole di estinzione anticipata.

Questa interpretazione è corretta ma non cambia molto la sostanza delle cose. Il *mark to market* rappresenta il valore atteso dei flussi che il MEF si attende di ricevere/consegnare. Quindi, nel caso negativo, il MEF tipicamente conoscerà esborsi negli anni futuri. A fronte di un *mark to market* negativo di tale entità, gli esborsi saranno significativi, quantificabili (a spanne) in oltre 2-3 miliardi di euro all'anno in linea con un saldo netto negativo dal 2011 al 2014 pari a 12.7 miliardi. Non è una certezza ma è quello che ci possiamo attendere stante la situazione della curva dei tassi di interesse. Al riguardo si può sempre osservare che la curva sia eccezionalmente bassa e che ci si

aspetta un rialzo dei tassi nel qual caso le cose migliorerebbero, ma attenzione ad oggi questo scenario non è all'orizzonte almeno a breve, si pensa piuttosto ad uno scenario giapponese con una lunga stagione di bassi tassi di interesse, e nel frattempo il MEF pagherebbe somme ingenti. In definitiva, un *mark to market* negativo così elevato porterà con sé forti esborsi negli anni a venire. Nel caso di contratti in cui è presente una clausola di rimborso anticipato, il materializzarsi del *mark to market* negativo come perdita può essere considerato praticamente certo (la decisione è nelle mani della controparte).

In merito al significato da assegnare al *mark to market* vorrei tornare sul paragone con un intermediario privato. Se due banche intendono scambiare un derivato, il prezzo avrà come riferimento esattamente il *mark to market*. Un derivato con *mark to market* negativo va ad incidere immediatamente sul bilancio di un intermediario con una rettifica che diminuisce l'utile e modifica le poste di bilancio nello stato patrimoniale. Questo perché il bilancio delle aziende comporta una valutazione prospettica degli assets a valori di mercato. Il bilancio dello Stato non ha queste caratteristiche ma sarebbe bene tenere conto ed evidenziare il *mark to market* nei documenti di programmazione economica e nelle previsioni sulle spese legate al debito pubblico. La sua omissione rischia di non fornire una rappresentazione piena della situazione finanziaria.

E' stato proposto di istituire un fondo rischi a "copertura" dei derivati, io condivido questa proposta. Non ho capito bene se sia fattibile all'interno dell'attuale assetto della contabilità pubblica. Ciò che comunque è necessario è render trasparente il valore di mercato dei derivati *ex post* con un pieno riconoscimento del suo valore prospettico rispetto ad entrate/uscite future e di tenere conto dello stesso nelle previsioni circa il costo futuro del debito. Come questo avvenga attualmente non mi è del tutto chiaro alla luce delle informazioni fornite in audizione dalla Corte dei Conti (sezione 8 del testo dell'audizione del 6 maggio 2015). Mi sembra comunque di poter affermare che non vi sia adeguata trasparenza in sede di definizione del bilancio di previsione. Questo non facilita l'*accountability* di chi è preposto alla gestione degli strumenti finanziari.

Su questo punto vorrei anche richiamare la vostra attenzione sull'idea che occorra chiudere/ristrutturare le operazioni con *mark to market* negativo. Una strada del genere porterebbe a far emergere immediatamente il valore di mercato negativo nel bilancio dello Stato in quanto la controparte se lo fa riconoscere o stipula un nuovo contratto di pari valore. Quindi, la chiusura delle posizioni dei contratti più onerosi rappresenterebbe un costo per lo Stato, d'altro canto andare avanti con un derivato con *mark to market* negativo in uno scenario di bassi tassi di

interesse porterebbe ad esborsi significativi negli anni a venire. La decisione non è facile. Occorre inoltre procedere con cautela in quanto nelle ristrutturazioni spesso si annidano pessimi affari e lauti guadagni per le banche d'investimento.

Riconoscere un significato economico e finanziario al *mark to market* è comunque una via obbligata a seguito della Legge di stabilità per il 2015 che autorizza il Tesoro a stipulare garanzie bilaterali in relazione a operazioni in strumenti derivati tramite un *credit support annex* (il MEF pensa soprattutto a *cross currency swap*). Questa innovazione è significativa e mira ad alleviare il problema del rischio sovrano che poteva trattenere gli specialisti dall'operare in derivati con il Tesoro. Grazie alla collateralizzazione, che consiste nel postare garanzie in attività liquide in rapporto al valore del *mark to market* del derivato, le controparti non saranno tenute a detenere capitale a fronte del rischio sovrano. L'effetto di questo accordo sarà il pieno riconoscimento nei conti dello Stato di un eventuale *mark to market* negativo (di fatto si stabilisce un fondo di garanzia per lo specifico strumento), il vantaggio è che tale garanzia non dipenderà dal merito di credito delle controparti eliminando una delle distorsioni principali osservate nelle ristrutturazioni via *swaption* avvenute negli anni della crisi dell'euro. Guardando al *mark to market* di uno strumento derivato sarà possibile valutarlo correttamente senza tenere conto del rischio sovrano e del collocamento del debito pubblico.

#### 5.4 Quale livello di trasparenza?

La trasparenza su questa materia è un punto importante, credo che occorra riflettere sulla forma che gli si vuole dare. Penso sia utile proseguire il confronto con le aziende private. Nelle aziende private gli *stakeholders* sono principalmente i creditori e gli azionisti. Costoro sono tutelati in vario modo rispetto alla gestione dell'azienda da parte del *management*. A parte la giustizia ordinaria, che entra in azione nei casi previsti dalla legge, abbiamo due livelli di controllo terzi: il collegio sindacale e la società di revisione. Nei loro confronti la trasparenza è massima. Nel caso di soggetti vigilati (banche e compagnie di assicurazioni) abbiamo anche l'autorità di vigilanza che può entrare nel merito della gestione dei rischi (Pillar II di Basilea e di *Solvency*). E' bene osservare che nessuna azienda rende completamente trasparenti i suoi conti e, nello specifico, le sue posizioni in derivati nel dettaglio in quanto questo potrebbe portare uno svantaggio nel portare avanti le operazioni sui mercati.

Cosa possiamo ipotizzare riguardo ai derivati dell'amministrazione centrale? E' stato già sottolineato che nessuno Stato rende pubblici i singoli contratti. Difficilmente le controparti

accetterebbero un simile grado di *disclosure* e ciò esporrebbe il MEF a forti vincoli sul fronte della sua operatività nel collocamento dei titoli di Stato. Una forma di controllo terzo è da prevedere tenendo conto di quelli che sono i naturali *stakeholders* del Governo: i cittadini rappresentati dal Parlamento.

Quello che si può prevedere è un controllo terzo rispetto alle strutture del MEF. Una disclosure completa analitica dei contratti derivati (ex post) potrebbe avvenire nei confronti dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio o della Corte dei Conti. Io sono per la prima soluzione. Il compito di questa verifica ex post potrebbe essere del tutto analogo a quello svolto per una società privata da una società di revisione. Nei confronti di questa istituzione/agenzia ci dovrebbe essere piena disclosure.

In questa sede vorrei anche sfatare un mito: tale controllo non sarebbe complicato; è vero che la determinazione del prezzo di contratti derivati complessi è una cosa complicata ed è oggetto di diverse interpretazioni/approcci, ma nel caso dei derivati che sembrano essere in possesso dell'amministrazione centrale il problema della valutazione è facilmente risolvibile, le competenze non sembrano difficili da reperire. Come ho avuto modo di spiegare sopra, la verifica non dovrebbe concentrarsi soltanto sulla valutazione dei singoli contratti quanto giungere ad una valutazione complessiva del loro utilizzo anche in relazione al costo del debito. Non è improprio utilizzare i contratti derivati per ridurre il costo del debito, occorre però valutare che questo sia stato fatto propriamente. Questo è molto difficile da fare anche in presenza di piena *disclosure* sui contratti e può essere fatto soltanto affidando il compito ad un'autorità che abbia competenza e autorevolezza e una piena visibilità sui conti pubblici.

A parte gli obblighi di riservatezza che possono esserci sui singoli contratti, la completa trasparenza *tout court* porterebbe gioco forza all'annientamento dell'operatività in derivati da parte del MEF principalmente per i rischi reputazionali in capo alle controparti che (forse per la loro cattiva coscienza) si rifiuterebbero di operare con lo Stato e per i vincoli all'operatività del MEF nel collocare il debito pubblico a fronte della completa trasparenza dei propri rischi (possibili pressioni speculative su singole emissioni). Dunque, la completa trasparenza rappresenta una misura estrema da adottare soltanto se si vuole di fatto proibire l'utilizzo dei derivati (un po' come si è fatto per gli enti locali). Prima di battere questa strada credo si possa provare a battere quella che ho indicato sopra del controllo da parte di un'autorità indipendente.

Merita una riflessione la proposta avanzata dal Presidente dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio nell'audizione del 12 maggio 2015<sup>24</sup>. La proposta contenuta a pagina 16 secondo cui "L'*accountability* deve essere garantita attraverso la pubblicazione di set informativi regolari che forniscano alcune informazioni necessarie affinché gli *stakeholder* (parlamento e cittadini) siano in condizione di effettuare valutazioni corrette sul livello di rischio sottostante la gestione del debito pubblico" merita di essere qualificata.

La mia proposta sul reporting in materia di derivati dell'amministrazione pubblica centrale è la seguente:

- semestralmente, il MEF potrebbe rilasciare al pubblico un'informazione per macro tipologie di contratti (dato aggregato) sul *mark to market* e il nozionale dei contratti in essere per classe di rating delle controparti, specificando se sono o meno presenti garanzie bilaterali e/o clausole di estinzione anticipata; tale informazione dovrebbe essere fornita anche sui nuovi contratti stipulati nell'ultimo semestre;
- semestralmente, il MEF potrebbe rilasciare informazione dettagliata all'Ufficio Parlamentare di Bilancio in merito ai nuovi contratti stipulati e alle ristrutturazioni (fornire materialmente i contratti) e valutazioni dettagliate (a livello di singolo contratto) sul *market value* dei contratti in essere; sulla base di questa informazione l'Ufficio Parlamentare di Bilancio potrebbe verificare le condizioni di partenza del contratto (valutazione a *fair value*), verificare che i contratti in portafoglio siano valutati correttamente e che la gestione del rischio sia allineata alle *risk policies*;
- annualmente, il MEF dovrebbe pubblicare (assieme alle linee guida per l'emissione del debito pubblico) le *risk policies* per l'utilizzo dei derivati specificando le tipologie di rischi che si tende a coprire, i livelli di copertura e i riflessi sulla strategia di gestione del debito pubblico;
- nei documenti programmatici del MEF si dovrebbe trovare traccia degli effetti che i derivati avranno sulla spesa per il debito pubblico con l'appostamento di un fondo rischi o di garanzie e con la quantificazione delle future spese per interessi.

Rispetto alla proposta avanzata dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio (sezione 6), oltre a esprimere cautela in merito alla diffusione al pubblico di informazione su singoli contratti, nutro invece qualche riserva in merito all'opportunità che nel dettaglio si specifichino:

---

<sup>24</sup> <http://www.camera.it/temiap/2015/05/18/OCD177-1314.pdf>

- le linee guida per la gestione dei derivati, i casi in cui l'utilizzo dei derivati debba ritenersi necessario, configurandosi in caso contrario un'imprudente assunzione di rischi;
- se e a quali condizioni sia opportuno l'utilizzo di derivati per finalità di modulazione della *duration* del debito;
- se e in quali condizioni sia ammissibile la vendita di *swaption*;
- i modelli di *pricing* adottati.

Tali requisiti rischiano di essere troppo vincolanti, inefficaci e rischiano di porre il MEF in condizione di svantaggio competitivo nei confronti delle controparti. Sta di fatto che non c'è alcun intermediario al mondo che rilasci informazioni in merito alle sue metodologie di *pricing* e che le liste vincolanti di strumenti utilizzabili rischiano di essere inefficaci.

## 6 Conclusioni

In questa audizione ho cercato di portarvi qualche considerazione attorno a due temi: il ruolo dei derivati nell'industria finanziaria dopo la crisi finanziaria e i derivati della pubblica amministrazione centrale.

Il ruolo degli strumenti finanziari derivati nelle vicende della crisi finanziaria è stato cruciale, la risposta sul piano normativo è stata significativa su più fronti e qualche effetto si sta già vedendo. Il Parlamento è chiamato a vigilare in fase di recepimento di direttive e in fase di predisposizione della regolamentazione che oramai viene definita perlopiù a livello internazionale.

Sul fronte dei derivati della pubblica amministrazione occorre agire in più direzioni: distinguere pienamente tra l'obiettivo (e la funzione) di collocare il debito pubblico e quella di gestirne i rischi associati; promuovere l'*accountability* nei confronti di un soggetto terzo che possa effettuare una verifica delle strategie intraprese; rilasciare informazioni per aggregati di contratti sulle strategie di gestione del rischio (*ex ante*) e sul *market value* (*ex post*); fornire traccia nei documenti programmatici per la gestione del debito pubblico della spesa per i derivati.

Le esigenze di copertura tramite derivati per uno Stato appaiono comunque limitate e le recenti innovazioni sul fronte della contabilità pubblica dovrebbero impedire un uso non corretto.