

**COMMISSIONE VI
FINANZE**

RESOCONTO STENOGRAFICO

INDAGINE CONOSCITIVA

2.

SEDUTA DI MARTEDÌ 10 FEBBRAIO 2015

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **DANIELE CAPEZZONE**

INDICE

	PAG.		PAG.
Sulla pubblicità dei lavori:			
Capezzone Daniele, <i>Presidente</i>	3	Cannata Maria, <i>Capo della Direzione del debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze</i>	3, 13, 14, 15, 16
INDAGINE CONOSCITIVA SULLE TEMATICHE RELATIVE AGLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		Causi Marco (PD)	15, 16
Audizione della dottoressa Maria Cannata, Capo della Direzione del debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze:		Paglia Giovanni (SEL)	14
Capezzone Daniele, <i>Presidente</i>	3, 13, 14, 15, 16	Ruocco Carla (M5S)	15, 16
		Villarosa Alessio Mattia (M5S)	15
		ALLEGATO: Documentazione depositata dalla dottoressa Maria Cannata	17

N. B. Sigle dei gruppi parlamentari: Partito Democratico: PD; MoVimento 5 Stelle: M5S; Forza Italia - Il Popolo della Libertà - Berlusconi Presidente: (FI-PdL); Area Popolare (NCD-UDC): (AP); Scelta Civica per l'Italia: (SCpI); Sinistra Ecologia Libertà: SEL; Lega Nord e Autonomie: LNA; Per l'Italia-Centro Democratico (PI-CD); Fratelli d'Italia-Alleanza Nazionale: (FdI-AN); Misto: Misto; Misto-MAIE-Movimento Associativo italiani all'estero-Alleanza per l'Italia: Misto-MAIE-ApI; Misto-Minoranze Linguistiche: Misto-Min.Ling; Misto-Partito Socialista Italiano (PSI) - Liberali per l'Italia (PLI): Misto-PSI-PLI; Misto-Alternativa Libera: Misto-AL.

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
DANIELE CAPEZZONE

La seduta comincia alle 14.05.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso la trasmissione televisiva sul canale satellitare della Camera dei deputati e la trasmissione diretta sulla *web-TV* della Camera dei deputati.

**Audizione della dottoressa Maria Cannata,
Capo della Direzione del debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle tematiche relative agli strumenti finanziari derivati, l'audizione della dottoressa Maria Cannata, Capo della Direzione del debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze.

Saluto la dottoressa Cannata, Capo della Direzione del debito pubblico del MEF. L'audizione si svolge nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle tematiche relative agli strumenti finanziari derivati.

Oggi, purtroppo, abbiamo dei tempi piuttosto stretti a causa dei nostri impegni in Aula. Pregherei, quindi, la dottoressa Cannata di svolgere la sua relazione in tempi ragionevoli, per rendersi poi disponibile a reagire alle domande che, immagino, vorremo porle in tanti.

Do la parola alla dottoressa Cannata per lo svolgimento della relazione.

MARIA CANNATA, *Capo della Direzione del debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze*. Il documento che ho fatto distribuire è piuttosto lungo, perché contiene anche una parte relativa ai contratti in derivati stipulati dagli enti territoriali, rispetto ai quali la Direzione del debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze ha compiti di monitoraggio. Su questa parte della relazione, tuttavia, non mi dilungherò, perché è la parte meno centrale, in quanto rispetto ad essi siamo meno direttamente coinvolti.

Cercherò di leggere, invece, tutta la prima parte della relazione, magari saltando qualche passaggio, perché le cose da dire sono molte ed è bene esporle in maniera ordinata. Partiamo da un'introduzione.

Il termine «derivati» raggruppa una grande quantità di strumenti finanziari le cui caratteristiche sono estremamente varie. Questa enorme varietà può generare confusione e lasciare erroneamente intendere che tutti i derivati abbiano natura speculativa o siano altamente rischiosi, proprio come quei prodotti complessi che, utilizzati spregiudicatamente, hanno originato la grande crisi finanziaria – avviatasi nel 2007 e poi esplosa il 15 settembre 2008 con il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers – le cui ripercussioni ancora influenzano l'economia globale e quella europea, in particolare.

In realtà, molti derivati svolgono, essenzialmente, una funzione di protezione contro rischi che chi sottoscrive i relativi contratti non vuole correre: fra questi, rientrano i derivati presenti nel portafoglio della Repubblica italiana, gestiti dal Dipartimento del Tesoro del MEF e, in particolare, dalla Direzione del debito pubblico. In questa relazione sarà ripre-

corsa l'evoluzione dell'utilizzo di strumenti derivati da parte del Tesoro, il quale è un utilizzo limitato a poche tipologie e sempre funzionale al raggiungimento degli obiettivi strategici di gestione del debito.

È opportuno ricordare, in proposito, che l'Europa è stata investita con particolare intensità dalla presente crisi perché sui problemi di carattere più generale si è innestata la crisi greca, che si è rapidamente trasformata in crisi del debito sovrano dell'area euro. Conseguentemente, come tutto il resto della gestione del debito, anche l'attività in derivati della Repubblica ha dovuto adeguarsi al nuovo contesto di mercato e regolamentare. Prima di procedere alla descrizione delle diverse fasi in cui tale attività si è sviluppata, illustrerò il quadro normativo di riferimento e i presidi instaurati nel corso del tempo per tenere sotto controllo il rischio di controparte.

Infatti se, da un lato, gran parte dell'operatività in derivati è stata orientata a mitigare rischi di mercato quali il rischio di cambio e il rischio di tasso di interesse, è anche vero che, entrando in rapporti contrattuali con le istituzioni bancarie, era necessario premunirsi con opportuni presidi contro il rischio di controparte.

Come ho detto, non esporrò invece la seconda parte della relazione — dedicata all'impiego di strumenti derivati da parte degli enti territoriali — trattata nella documentazione depositata.

Passo quindi a illustrare il quadro normativo di riferimento.

La prima norma che autorizza l'impiego di strumenti derivati è rinvenibile nell'allora ultimo comma dell'articolo 8 della legge n. 887 del 22 dicembre 1984 (legge finanziaria per il 1985), in cui si prevede la facoltà del Ministro del tesoro, tenuto conto delle condizioni di mercato, di ristrutturare i propri debiti esteri. Con riferimento a questa norma furono poste in essere operazioni di *swap* di cambio per prestiti in valuta straniera. Con decreto del Ministro del tesoro del 10 novembre 1995 vengono dettate norme più specifiche riguardanti l'uso dei derivati, citando in

particolare gli *swap* ed estendendo tale operatività anche alla ristrutturazione di prestiti in lire.

Tali operazioni, sulla base delle informazioni disponibili e dell'evoluzione prevista delle condizioni di mercato, dovevano avere come principale obiettivo la minimizzazione del costo del debito e potevano essere stipulate solo con istituti finanziari di elevata affidabilità, facendo a tal fine riferimento alle principali agenzie di *rating*. Inoltre, con tale decreto viene disposto che sia redatta e trasmessa alla Corte dei conti una relazione semestrale su tutta l'attività di gestione del debito.

Con l'articolo 2, comma 165 della legge n. 662 del 1996, sostituendo il richiamato comma dell'articolo 8 della legge n. 887 del 1984, viene data al Ministro del tesoro una più ampia facoltà di ristrutturare il debito pubblico interno ed estero, tenuto conto delle condizioni di mercato, avvalendosi degli strumenti operativi previsti dalla prassi dei mercati.

Nel 2002 — in applicazione dei principi previsti dal decreto legislativo n. 29 del 1993, e ribaditi dal decreto n. 165 del 2001, in merito alla separazione dell'attività di gestione finanziaria, tecnica ed amministrativa di competenza dei dirigenti da quella di indirizzo politico — l'attività in derivati viene delegata dal Ministro dell'economia e delle finanze al Dipartimento del tesoro. Il Direttore della Direzione II, quella del debito pubblico, procedeva alla stipula degli accordi e il Direttore generale del Tesoro alla loro approvazione.

Allo stesso modo era delegata la stipula dei contratti quadro ISDA (*International Swap Dealers Association Master Agreement*), che rappresentano lo standard internazionale in cui si inquadra l'operatività in derivati. Di tali operazioni era data comunicazione al Gabinetto del Ministro.

Tutta questa materia è stata organicamente riordinata nel Testo unico del debito pubblico e attuata con il decreto del Presidente della Repubblica n. 398 del 2003, con il quale è tuttora previsto che il Ministro dell'economia e delle finanze emani annualmente dei decreti cornice

che consentono al Dipartimento del Tesoro di procedere alle forme di emissione in esso previste, con determinati limiti di ricomposizione, e di effettuare altre operazioni, comprese quelle di ristrutturazione del debito interno ed estero.

Tengo a precisare che con « ristrutturazione » qui si intende un elemento tecnico, niente che abbia a che vedere con le ristrutturazioni forzose di debito in casi di criticità. Si tratta di un termine giuridicamente corretto, ma che può essere talora mal interpretato. Viene utilizzato come termine giuridico corretto in italiano, che però forse qualche volta mal si concilia con il diverso significato che a tale termine si dà nella pratica del mercato.

A partire dal decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 22 aprile 2005 (decreto cornice per il 2005), vengono sostanzialmente riassunte le norme che ho citato per l'attività in derivati, prevedendo la stipula e l'approvazione di queste attività ad opera del Direttore della Direzione II e l'obbligo di darne comunicazione al Gabinetto del Ministro e al Direttore generale del Tesoro. Tale decreto viene rinnovato annualmente e rappresenta la fonte normativa in base alla quale il Dipartimento del Tesoro è delegato alla gestione del debito pubblico, nel rispetto delle indicazioni strategiche che vi sono contenute.

Da questa ricognizione, si evince che uno degli aspetti oggetto di particolare attenzione a partire dagli anni Novanta ha riguardato la prudente gestione del rischio di controparte. Poiché lo Stato entra in un contratto bilaterale, infatti, la prudenza impone che la controparte privata debba essere selezionata con accuratezza per assicurare che sia in possesso di adeguati requisiti per onorare i relativi obblighi contrattuali.

A questo punto, proprio per quel che riguarda questo aspetto, mi soffermerò su come il Tesoro si sia organizzato nel tempo per gestire questo tipo di rischio e con quali presidi esso venga costantemente monitorato.

Le controparti in strumenti derivati della Repubblica italiana sono tradizional-

mente selezionate tra gli Specialisti in titoli di Stato, vale a dire tra le banche che, da un lato, soddisfano il requisito di una consolidata presenza ad ampio raggio sul mercato e, dall'altro, assicurano un andamento efficiente dei mercati, primario e secondario, dei titoli di Stato. Potersi avvalere di un gruppo di banche impegnate a sottoscrivere con continuità, in ogni condizione di mercato, le aste di emissioni dei titoli, nonché a sostenere il mercato secondario regolamentato con una presenza costante in quotazione su una molteplicità di titoli, ha dimostrato tutta la sua importanza durante i momenti peggiori della crisi.

Nonostante le difficoltà, le aste del Tesoro sono state sempre coperte. Ciò ha comportato una tenuta che talora ha anche sorpreso il mercato e ha sostenuto la domanda ed è stato possibile perché con gli Specialisti è stata instaurata una relazione di lungo periodo.

Una conferma si riscontra anche nel numero degli Specialisti, disceso, immediatamente dopo il fallimento di Lehman Brothers, da 22 a 20, perché è venuta meno la stessa Lehman e perché si sono fuse la Bank of America e Merrill Lynch, ma poi rimasto invariato fino ad oggi. Così non è stato nel caso di diversi altri sovrani europei, che hanno registrato un calo del numero dei loro *primary dealers*.

L'appartenenza agli Specialisti è stata generalmente considerata un prerequisito informale per essere ammessi all'operatività in strumenti derivati ma vi sono state in passato alcune limitate eccezioni, giustificate o dal *rating* molto elevato della controparte, o dal fatto che la stessa svolgesse un ruolo rilevante nel finanziamento della pubblica amministrazione in generale.

Dopo una fase iniziale fino ai primi anni Duemila, l'operatività in strumenti derivati è stata svolta con un numero piuttosto limitato di controparti. Le controparti erano ammesse all'operatività sulla base del requisito di un *rating* molto elevato, in coerenza con quanto dettato dalla normativa vigente, con un esplicito riferimento alla valutazione espressa dalle

principali agenzie di *rating*. Si trattava in molti casi di controparti veicolo dotate di *rating* AAA o di istituzioni bancarie dotate di *rating* AA.

In seguito, con l'aumento della dimensione complessiva del portafoglio conseguente alla strategia di gestire attivamente il rischio di tasso anche attraverso la sottoscrizione di contratti derivati, è stata posta una maggiore attenzione alla diversificazione delle controparti, sempre nel rispetto del medesimo criterio, al fine di evitare un'eccessiva concentrazione di esposizione creditizia.

Di conseguenza, è emersa l'esigenza di un monitoraggio sistematico delle posizioni in essere: se, da un lato, l'incremento del portafoglio in termini di valore nominale ha reso necessario l'allargamento del numero delle controparti, dall'altro è diventato indispensabile impostare un sistema di monitoraggio del rischio di credito ad esse associato.

Nel corso del primo decennio del secolo, infatti, il contesto del merito creditizio degli operatori sui mercati finanziari, specialmente verso la fine del primo decennio, si è gradualmente deteriorato rispetto al passato. Parallelamente, è aumentata negli attori di mercato l'attenzione al rischio di credito e la tensione a valutare e a monitorare la qualità creditizia dei propri interlocutori.

Tale deterioramento si è riflesso in una generale riduzione dei *rating*, anche delle più grandi banche internazionali, e, per quanto riguarda più in particolare l'operatività della Repubblica italiana, nell'esigenza, accettando controparti dotate di *rating* diversi dalla tripla A, di porre un limite ben preciso all'esposizione creditizia presso ciascuna di esse.

Al fine di misurare tale esposizione si è scelto di utilizzare una metodologia mutuata da quanto previsto dalla Banca d'Italia relativamente ai contratti derivati nell'ambito della vigilanza sulle banche. Tale metodologia consente di approssimare il costo che la Repubblica dovrebbe sostenere per trovare sul mercato un altro soggetto disposto a subentrare negli obblighi contrattuali dell'originaria controparte,

qualora essa sia insolvente, e si basa sostanzialmente sul valore di mercato di ciascun contratto, a cui viene aggiunto un importo cautelativo rapportato al valore nominale, al tipo e alla scadenza del contratto stesso.

Sono stati adottati, quindi, i seguenti criteri. In primo luogo, la Repubblica può concludere operazioni derivate solo con controparti dotate di un *rating*, da parte di almeno una delle principali agenzie, non inferiore a quello della Repubblica. Nel caso in cui la controparte abbia un *rating* da più di un'agenzia, ma di livello differente, viene preso in considerazione il più basso.

L'altro requisito riguarda l'aspetto documentale: la controparte deve aver sottoscritto con la Repubblica un contratto ISDA (*International Swap Dealers Association Master Agreement*), vale a dire un contratto «quadro» curato dall'associazione di categoria, che contiene le regole generali alle quali le parti contraenti fanno riferimento per la conclusione dei singoli contratti e che, quindi, disciplina le azioni e gli obblighi derivanti dagli accordi conclusi.

Al riguardo è importante sottolineare che per l'operatività con la Repubblica si è avuto cura di redigere un contratto standard in linea con i criteri guida di mercato, ma soggetto al diritto italiano, con particolare riferimento al codice civile e alla disciplina delle obbligazioni contrattuali.

Questa specificità è particolarmente significativa, in quanto rappresenta una tutela, non molto comune, di grande rilevanza nell'eventualità di contenziosi.

L'importo del singolo affidamento o linea di credito è articolato in base al *rating*. L'esposizione creditizia nei confronti della singola banca, misurata come sopra descritto, non può essere superiore alla capienza della linea di credito. Nel caso in cui, per una singola controparte, tale limite venga superato a causa dell'evoluzione delle condizioni di mercato, fermo restando il numero delle operazioni in essere, la Repubblica non potrà conclu-

dere nuove operazioni con la stessa controparte fino a quando tale esposizione non rientrerà nei limiti stabiliti.

Infine, svolgo una riflessione sulla natura della controparte. Come già accennato in passato, tra le nostre controparti vi sono stati alcuni veicoli, specificatamente creati all'interno di un gruppo bancario, per l'operatività in derivati con controparti che richiedono un requisito di *rating* elevato. Tali veicoli, pur avendo di norma un *rating* molto alto, hanno una struttura patrimoniale diversa da quella di una vera e propria istituzione bancaria. Il loro patrimonio, infatti, è segregato dal resto del gruppo e dedicato unicamente a una specifica operatività, in questo caso in derivati. Data l'esposizione ai rischi generata dalle transazioni effettuate dal veicolo, il patrimonio segregato associato a un meccanismo di collateralizzazione assicura l'elevato livello di *rating*.

L'operatività con un veicolo è di norma più onerosa, poiché i costi sostenuti dal gruppo bancario per mantenere la struttura di questo veicolo vengono, almeno in parte, ribaltate sulle controparti che richiedono questo *rating* elevato, per operare con le quali il veicolo è appunto mantenuto in vita. Diversamente, una banca vera e propria ha generalmente un patrimonio di ben altre dimensioni, a fronte di un complesso e articolato bilancio, sì esposto a una varietà di rischi, ma sottoposto anche a un continuo processo di verifica da parte delle autorità di vigilanza.

Proprio alla luce di queste considerazioni già nel 2007 era stata avviata una riflessione sull'effettiva valenza del più elevato *rating* dei veicoli. In occasione della crisi del sistema bancario internazionale che ha portato al fallimento di Lehman Brothers si è constatato che, nel caso estremo, la differenza fra le varie categorie di controparti perde totalmente di significato e l'intero gruppo bancario, veicoli inclusi, segue le sorti della banca capogruppo.

Per questa ragione si è ritenuto in modo ancora più convinto che i maggiori oneri sostenuti per i veicoli fossero ingiu-

ustificati e, quindi, si è fattivamente lavorato per eliminare progressivamente tale categoria dal novero delle controparti della Repubblica. Attualmente le controparti del Tesoro sono 19, di cui 17 sono Specialisti in titoli di Stato e 2 no. Queste ultime sono controparti di posizioni ormai residuali. In allegato al documento che ho consegnato trovate la lista delle controparti.

Passiamo adesso al cuore della relazione: l'evoluzione della gestione in derivati.

L'utilizzo dei derivati da parte del Tesoro deve essere inquadrato nel più ampio ambito della gestione del debito pubblico, tenendo conto della complementarietà con l'attività di emissione e perseguendo l'obiettivo strategico di un bilanciamento ottimale tra riduzione del costo del finanziamento nel medio e lungo termine e contenimento dei rischi di mercato, con particolare riferimento al rischio di rifinanziamento, al rischio di tasso e al rischio di cambio. Per gli ultimi due rischi — di tasso e di cambio — l'uso di contratti derivati rappresenta uno strumento complementare alla politica di emissione.

Nel corso degli anni, sia pure con qualche variazione di *focus* nel corso del tempo, il ricorso a una gestione attiva anche tramite l'uso di strumenti derivati è stato, quindi, sempre effettuato in tale prospettiva, nel perseguimento dell'interesse pubblico e tenendo il passo con le migliori pratiche internazionali.

Fin dalle origini, il primo obiettivo si è sostanziato nella protezione, attraverso i *cross currency swap*, contro le fluttuazioni dei tassi di cambio. L'esposizione a tali fluttuazioni, infatti, è riconosciuta potenzialmente molto rischiosa per uno Stato sovrano, data la sua grande volatilità e la sua natura esogena. Per tali ragioni, quando l'emissione in valuta si rende opportuna per allargare la base degli investitori e per questa via ridurre il costo di finanziamento, è consigliabile proteggersi dal rischio di cambio. In tal modo, in sostanza, si riconduce un debito in valuta estera in uno in valuta nazionale.

In un secondo momento, a partire dalla seconda metà degli anni Novanta e fino alla metà del primo decennio di questo secolo, si è sviluppata un'attività gestionale anche sul debito interno, poiché veniva richiesto con una certa frequenza il perseguimento di un beneficio in termini di spesa per interessi e contenimento del fabbisogno. Tuttavia, poiché talora ciò implicava un certo accorciamento della *duration*, ossia della durata finanziaria del debito, venivano anche concluse operazioni che, allungando la stessa, bilanciavano in qualche misura tale effetto.

Quindi, fino al 2005 l'operatività del Tesoro ha perseguito un duplice obiettivo: da un lato, il contenimento di fabbisogno e *deficit* attraverso operazioni di rimodulazione dei flussi di interesse e, dall'altro, l'allungamento della *duration* complessiva del debito. Entrambi gli obiettivi erano perseguiti mediante il ricorso a *Interest Rate Swap* e *swaption*.

La *duration*, o durata finanziaria, che ho citato, è un indicatore che rappresenta un tempo medio ponderato per il rinnovo dei flussi di pagamento relativi a uno strumento di portafoglio, quali titoli di debito e derivati. Dal punto di vista dell'emittente la durata finanziaria rappresenta, dunque, l'orizzonte temporale entro il quale esso non è esposto alle oscillazioni dei tassi di interessi.

Un *IRS* (*Interest Rate Swap*) è un contratto nel quale le parti convengono di scambiarsi, sulla base di un nozionale di riferimento, flussi periodici di pagamento parametrati in maniera diversa. L'*IRS* standard è quello in cui si scambia un flusso a tasso fisso con uno a tasso variabile.

La *swaption* è un'opzione venduta da una parte contraente all'altra che dà all'acquirente la facoltà di entrare con la parte venditrice in uno *swap* a una data futura, per il quale sono stati prefissati tasso (*strike* della *swaption*), nozionale e durata. Quando l'obiettivo è l'allungamento della *duration*, si mira a pagare un tasso fisso a lungo termine.

Perché è importante per un emittente sovrano come l'Italia allungare la *dura-*

tion? Perché, quando uno Stato ha un livello del debito pubblico elevato, se i tassi di mercato aumentano, il costo da affrontare per pagare gli interessi sul debito si impenna al punto da produrre un grave impatto sociale. Per esempio, questo è quello che è successo all'inizio degli anni Novanta, quando la composizione del debito era rappresentata per due terzi da BOT e CCT, cioè da titoli esposti alle fluttuazioni dei tassi, e le conseguenze sul Bilancio dello Stato furono drammatiche. Da allora in poi è stata gradualmente modificata la struttura del debito, proprio per renderla meno soggetta a bruschi e rilevanti rialzi della spesa per interessi in caso di *shock* di tasso sul mercato.

Questo obiettivo è stato, in primo luogo, massicciamente perseguito attraverso la politica di emissione, portando la quota di titoli a tasso fisso a circa il 70 per cento, riducendo quella esposta alle fluttuazioni di tasso dal 65 a meno del 15 per cento — il resto sono titoli indicizzati all'inflazione e un po' di estero — e, sebbene in misura nettamente inferiore, anche con il ricorso ai derivati.

Bloccare attraverso derivati un tasso fisso a pagare in contropartita di una variabile a ricevere rappresenta una protezione verso futuri *shock* al rialzo sui tassi di interesse. Infatti, il rischio di aumento del tasso pagato sul debito viene neutralizzato dalla gamba a ricevere dello *swap* (a tasso variabile) e il costo effettivo viene limitato al corrispettivo tasso fisso da pagare nello *swap*.

Alla luce di tali considerazioni, dalla seconda metà degli anni Duemila si è ritenuto che la componente, in certo qual modo, « assicurativa » dell'allungamento della *duration* dovesse essere l'esclusivo obiettivo dell'attività in derivati.

Anche se ultimamente, come ho detto, la quota di debito più esposta a *shock* di tassi è stata sensibilmente ridotta, essa rimane comunque non trascurabile e il nozionale degli *IRS* nel portafoglio derivati dello Stato, di circa 110 miliardi di euro, resta significativamente inferiore allo *stock* di BOT e CCT, pari a circa 250 miliardi di

euro. Pertanto, è difficile ipotizzarne un'ulteriore riduzione nel medio periodo.

Infatti, con la riduzione dello *stock* di BOT conseguita negli ultimi due anni questa categoria di titoli è stata davvero ricondotta alla sua naturale funzione di strumento di *cash management*, con una percentuale del tutto fisiologica sul complesso del debito negoziabile (7 per cento circa). Anche i titoli a tasso variabile sono ormai presenti in una proporzione utile per diversificare la base degli investitori, ma niente di più.

Non c'è stato pertanto un ricorso eccessivo all'impiego di strumenti derivati per gestire il rischio di tasso: si tratta di 110 miliardi di euro su uno *stock*, che attualmente si può considerare al suo minimo, pari a 250 miliardi di euro di titoli esposti al rischio di tasso.

La strategia di allungamento della *duration*, dunque, è stata perseguita con una funzione prettamente assicurativa in un momento in cui i tassi a lungo termine si collocavano storicamente ai minimi, per cui era ragionevole ipotizzare che i conti pubblici ne avrebbero tratto mediamente un beneficio.

L'esperienza pregressa faceva, infatti, presumere che il rialzo repentino dei tassi di mercato fosse il principale rischio da cui era opportuno proteggersi. Ciò non era confermato soltanto dalle evidenze statistiche degli andamenti passati dei tassi di interesse e da una storia degli ultimi decenni caratterizzata sempre e solo da *shock* esogeni che avevano introdotto solo impennate dei tassi di mercato, ma risultava altresì pienamente in linea con le raccomandazioni degli organismi internazionali riguardo alle migliori pratiche di gestione del debito (Fondo Monetario Internazionale, OCSE, Banca mondiale).

La grande crisi ha poi prodotto, come sarà meglio specificato più avanti, una situazione di mercato completamente imprevedibile e difforme, per cui oggi si sta sopportando il costo di questa sorta di assicurazione senza che si sia concretizzato lo scenario da cui ci si voleva proteggere, ma anzi con un'evoluzione dei

tassi di mercato di segno opposto e mai sperimentata prima in quanto a durata e intensità.

Peraltro, questo è quello che succede con ogni assicurazione, ove l'evento verso il quale ci si protegge non si verifichi. Ciò non significa che in un orizzonte di lungo periodo la protezione non debba essere considerata prudente e opportuna.

Il grafico riportato a pagina 14 della mia relazione scritta — laddove figura l'evoluzione del tasso Euribor a sei mesi e del tasso BOT a sei mesi — mostra l'evidenza e l'ampiezza della novità che il mercato sta attualmente vivendo.

Dall'inizio della crisi finanziaria, nella seconda metà del 2007, inoltre, tutta l'attività in derivati si è concentrata essenzialmente nella gestione e rimodulazione del portafoglio in essere, senza apertura di nuove posizioni, ad eccezione dei *cross currency swap* quando c'erano emissioni in valuta, viste le criticità che cominciarono a emergere nella gestione del rischio di controparte. La strategia di fondo è rimasta comunque improntata ai medesimi principi fino a tutto il 2010.

Dal 2011, invece, la gestione ha dovuto tener conto delle crescenti criticità derivanti da un portafoglio sovrappeso su scadenze molto lunghe, in un momento in cui i nuovi criteri regolamentari definiti alla fine del 2010 spingevano le banche a ridurre complessivamente le loro esposizioni — in particolar modo sul lungo termine — e a comprare copertura contro il rischio di controparte anche verso i debiti sovrani dell'Area Euro i quali, dopo la crisi del debito greco, portoghese e irlandese che, in successione, entrarono immediatamente in una situazione di crisi, non venivano più percepiti come sicuri.

A questo proposito è necessario rimarcare che, pur se la nuova regolamentazione prudenziale imposta agli istituti di credito (Basilea 3) è entrata in vigore con una certa gradualità, una volta definite queste misure prudenziali, che sarebbero entrate in vigore in una data futura, molte banche si sono affrettate ad adottare in anticipo le nuove regole, utilizzando nuovi modelli di analisi e indicatori di rischio.

Pertanto, uno degli effetti della crisi che ha investito sempre di più anche i debiti sovrani è stata la diffusione di modelli di analisi e valutazione del cosiddetto *Credit Value Adjustment* (CVA), che esprime il valore del rischio di *default* di una controparte non collateralizzata (cioè senza accordi di garanzia), calcolato sull'esposizione positiva attesa associata ai derivati e sulla probabilità di *default* implicita nelle quotazioni di mercato dei *Credit Default Swap* (CDS) della controparte stessa.

Le controparti *swap* della Repubblica, per neutralizzare o almeno mitigare il rischio di credito emergente dall'esposizione positiva attesa delle loro posizioni, si trovarono pressate a ridurre tale esposizione. Ciò poteva avvenire o riducendo l'impegno a sottoscrivere regolarmente le aste dei titoli di Stato nei momenti più critici — cioè quando mancavano gli investitori finali disponibili ad assorbire l'offerta — e, quindi, i titoli sarebbero rimasti nel portafoglio delle banche, oppure attraverso l'acquisto di CDS. Il problema fu che, nel corso del 2011, la percezione del rischio Italia andò sempre più crescendo, riflettendosi proprio sulle quotazioni dei CDS e generando un circolo vizioso.

In particolare, data la struttura del portafoglio derivati dello Stato, caratterizzato da scadenze lunghe e non collateralizzato, quanto ho appena descritto ha prodotto l'affermarsi di una forte correlazione inversa e perversa tra l'andamento del tratto a lungo termine della curva *swap*, il valore di mercato nel portafoglio e i livelli dei CDS su Repubblica italiana.

Il ricorso alla copertura dell'esposizione in derivati con acquisto di CDS rischiava, quindi, di produrre potenziali effetti negativi anche sul mercato primario e secondario dei titoli di Stato, in quanto l'esposizione in derivati si sommava al portafoglio titoli, limitando la capacità della banca di assorbire ulteriormente i titoli di Stato all'emissione. Infatti, l'aumento delle quotazioni nel CDS, cioè l'aumento del costo da sostenere per l'acquisto di protezione, generava conseguentemente

un peggioramento della percezione degli operatori finanziari nei confronti del rischio di credito della Repubblica.

Pertanto, al fine di ridurre l'esposizione creditizia potenziale delle controparti nei confronti del Tesoro italiano, nonché l'impatto sul mercato CDS, e al fine favorire il sostegno in asta da parte degli Specialisti, si è intrapresa una duplice attività: da un lato, si è cercato, ove possibile, di distribuire l'esposizione tra le diverse controparti attraverso la riassegnazione di posizioni (*novation* o novazione soggettiva); dall'altro, 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.

Proprio in quest'ottica 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.

In tal modo si è allentata la pressione sui CDS e si è favorita la regolare partecipazione in asta degli Specialisti in titoli di Stato anche nei momenti più difficili. Non bisogna dimenticare, infatti, la situazione drammatica vissuta alla fine del 2011, quando, nonostante la curva dei tassi di interesse dei nostri titoli avesse non solo raggiunto livelli allarmanti ma avesse anche assunto una conformazione invertita (con il tasso a due anni superiore a quello decennale) che segnalava un'aspettativa di *default*, tutte le aste di titoli di Stato sono state sempre e comunque coperte.

Né si può ignorare che la situazione di mercato nei confronti dell'Italia sia rimasta problematica per buona parte del 2012, con numerosi momenti di tensione e volatilità, tassi di interesse e *spread* elevati, anche se con una conformazione della curva inclinata positivamente e, dunque, non più anomala.

Con la ricomposizione così operata, il portafoglio derivati risulta oggi più bilanciato fra le diverse scadenze, pur contribuendo ancora marginalmente all'allungamento della *duration*.

Tra le situazioni critiche che, in tempi recenti, si sono dovute fronteggiare nei momenti peggiori della crisi, emerge in particolare la ristrutturazione, funzionale alla successiva chiusura di diverse posizioni in derivati in essere con Morgan Stanley, realizzata tra dicembre 2011 e gennaio 2012.

La peculiarità di questo complesso di operazioni risiedeva nella presenza di una clausola di estinzione anticipata unica nel suo genere, in quanto attribuita non a una singola operazione, bensì presente nel contratto quadro in essere con la controparte e ricomprendente tutte le operazioni sottoscritte con quella banca.

Il contratto quadro era stato sottoscritto nel gennaio 1994 e prevedeva un *Additional Termination Event*, ossia il diritto di risoluzione anticipata dei contratti in essere, al verificarsi del superamento di un limite prestabilito di esposizione della controparte nei confronti della Repubblica. I dati relativi a tale limite, davvero molto contenuto, sono specificati nella mia relazione. Nonostante le soglie limite fissate fossero state superate da anni, la banca non aveva mai dato segno di voler far valere la clausola di estinzione anticipata. Alla fine del 2011, tuttavia, la situazione del credito della Repubblica italiana appariva così fragile che Morgan Stanley ritenne di non poter tralasciare di avvalersi della posizione di forza che la clausola le conferiva.

Il Tesoro, in quel frangente, ha negoziato attivamente, effettuando alcune ristrutturazioni e poi chiudendo buona parte del portafoglio con la controparte, in modo da ridurre il più possibile l'impatto sui conti. Anche se l'esborso è stato considerevole, è risultato comunque inferiore a quello che ci sarebbe stato subendo passivamente l'esercizio della clausola. D'altronde, ignorare il vincolo contrattuale non era possibile, perché il danno reputazionale che ne sarebbe derivato sarebbe stato enorme e assolutamente insostenibile, soprattutto in un contesto di mercato come quello.

Come detto, solo la clausola presente nell'ISDA con Morgan Stanley aveva quelle

caratteristiche. Ciò non vuol dire che, su singole posizioni, non ci sia qualche altra clausola di chiusura anticipata, ma si tratta sempre di clausole cosiddette *mutual*, cioè esercitabili da entrambe le parti a determinate condizioni.

La presenza di clausole bilaterali di risoluzione anticipata, nate in un momento storico in cui il merito di credito della Repubblica era sensibilmente più elevato di quanto non sia oggi, va considerata in un'ottica prudenziale nei confronti di un possibile deterioramento del merito di credito delle controparti.

Tra la fine degli anni Novanta e i primi anni Duemila l'inserimento di clausole di questo tipo, soprattutto nel caso di operazioni in una vita medio-lunga o lunga, era inteso principalmente come finalizzato a proteggere la Repubblica dall'esposizione creditizia nei confronti del sistema bancario, percepito come molto più rischioso rispetto ai sovrani.

Nel corso degli anni successivi, il quadro di riferimento ha subito notevoli mutamenti e, pertanto, si è proceduto ad eliminare, quando possibile, la maggior parte delle clausole apposte. Nella mia relazione c'è una sezione specifica riguardante la composizione del portafoglio, nella quale vi fornirò i dati relativi a tale aspetto della questione.

Spendo ora qualche parola sulle prospettive di gestione futura del portafoglio.

Per il futuro, il filone di nuova operatività che si ritiene necessario alimentare è principalmente quello dei *cross currency swap*, a copertura di emissioni in valuta estera, soprattutto in dollari. Da tale mercato l'Italia è assente dal 2010, mentre in passato la Repubblica è stata l'unico emittente sovrano con una presenza regolare sul mercato del dollaro, per di più sotto il formato *Global*, che consente di accedere a una più vasta e qualitativa base di investitori.

Se nel 2011 questa assenza è stata determinata anche da una carenza di domanda dovuta al clima di diffidenza instauratosi nel periodo più acuto della crisi, nel 2013 e 2014, in realtà, erano tornate condizioni di domanda e di tassi

molto favorevoli. Tuttavia, senza poter disporre di un sistema di collateralizzazione dei *cross currency swap* di copertura, tutta la convenienza per lo Stato veniva meno. Infatti, quando emettiamo un *bond* in valuta, ci si accerta sempre che il rendimento all'emissione inclusivo del costo della copertura risulti almeno non superiore, se non inferiore, a quello di un BTP di pari scadenza.

Con la regolamentazione prudenziale di gestione del rischio delle banche, la quale è sempre più stringente, i costi associati alle operazioni di copertura per controparti non collateralizzate sono sensibilmente aumentati, al punto da aver pregiudicato la possibilità di emettere nuovi titoli in valuta estera nonostante il buon incremento di domanda da parte di investitori istituzionali, che non è stato possibile soddisfare.

Tra l'altro, sottolineo che la domanda di titoli in dollari è tipica di una platea vastissima di investitori e diffusa a livello globale, poiché nelle gestioni di portafoglio, in generale, una quota di divisa statunitense è quasi sempre presente. Inoltre, tale domanda è di ottima qualità. Si tratta di investitori *buy-and-hold*: basti pensare che fra i più assidui investitori in dollari ci sono le banche centrali di ogni parte del mondo.

Anche se, oggi come oggi, non ci sono particolari problemi di domanda, alimentare e mantenere una presenza sui mercati di maggiore attrattività per gli investitori istituzionali è molto importante per assicurare alternative in evenienze meno favorevoli. In prospettiva, infatti, tutte le banche — e non solo le banche italiane, di cui si parla molto — saranno spinte a detenere meno titoli governativi in portafoglio e un'emittente di grandi dimensioni come l'Italia deve con ogni mezzo allargare al massimo e per tempo le alternative a questo bacino di assorbimento.

È, dunque, opportuno non precludersi anche mercati in valute diverse dall'euro, senza per questo rimanere esposti al rischio di cambio, e dotarsi di ogni strumento per mantenere la convenienza eco-

nomica di tali emissioni come il sistema di garanzie bilaterali contemplato dalla legge di stabilità.

A mero titolo di esempio, per comprendere l'entità del risparmio ottenibile grazie alla collateralizzazione bilaterale per un'emittente come la Repubblica italiana, questo può essere quantificato intorno ai 5 punti base su un titolo triennale, ai 10 per un quinquennale e oltre i 20 per un decennale.

Soprattutto per non perdere tali opportunità l'articolo 1, comma 387, della legge di stabilità per il 2015 ha autorizzato il Tesoro a stipulare accordi di garanzia bilaterale in relazione alle operazioni in strumenti derivati. Si tratta di una facoltà che sarà esercitata nell'ambito di criteri che saranno definiti in un apposito decreto ministeriale. È opportuno precisare che fino ad oggi non era esplicitamente vietato sottoscrivere questi accordi, ma tale operatività non era prevista dalla legislazione vigente e necessitava, pertanto, di essere disciplinata.

Non è esclusa la possibilità di estendere la collateralizzazione ad alcune posizioni già in essere al fine di liberare capitale di rischio per gli Specialisti, che potranno così orientare maggiormente la propria attività sul mercato primario e secondario dei titoli di Stato.

Peraltro, gli stessi Specialisti avranno una minore esigenza di acquistare protezione sul rischio Italia via *Credit Default Swap* (CDS), con tutte le conseguenze che ho già esposto e con riflessi negativi anche sullo *spread* BTP-Bund.

La legge prevede ora che la garanzia sia costituita o da titoli di Stato di Paesi dell'area euro denominati in euro, oppure da disponibilità liquide gestite attraverso movimentazioni di conti di tesoreria o altri conti appositamente istituiti. Nel caso delle disponibilità liquide — eventualità che, ad oggi, pare essere la più efficiente — si tratterà di depositi remunerati a un tasso di interesse non negativo, stabilito contrattualmente, con riferimento ai parametri di mercato.

Faccio presente che questo tasso non negativo nel contesto attuale è un ele-

mento di particolare valore perché, come sapete, le somme che rimangono in Banca d'Italia e che non riusciamo a impiegare ci costano 20 punti base, oggi come oggi.

Vale la pena sottolineare che il merito di credito di una controparte in strumenti derivati influenza senz'altro i costi di esecuzione di una transazione e, quindi, i termini contrattuali di uno strumento. Tuttavia, una volta partita l'operazione, il suo valore di mercato dipende unicamente dai tassi di interesse, dai tassi di cambio e dalle volatilità, ma non dal *rating* delle due controparti.

Pertanto, per gli *swap* già in essere, la condizione che una delle due controparti sia un sovrano con *rating* AAA o BBB non ha effetti sul loro valore di mercato. La liquidità da versare o incassare a garanzia è funzione esclusivamente delle fluttuazioni delle posizioni assoggettate a *collateral* per via dei movimenti del mercato.

Comunque, solo per alcune specifiche posizioni del portafoglio si valuterà l'opportunità di assoggettarle in tutto o in parte alla collateralizzazione e a condizioni definite accuratamente a tutela dell'interesse dello Stato.

Infine, non si può non menzionare che l'attività futura di gestione sarà necessariamente influenzata dalle innovazioni nella classificazione degli *swap*, che hanno accompagnato l'entrata in vigore del nuovo sistema contabile SEC 2010.

Fra queste, una in particolare è ben nota: ai fini della procedura di disavanzi eccessivi è stata eliminata l'inclusione nella spesa per interessi del saldo dei flussi derivanti da *swap*, che già prima rappresentava un'eccezione alla regola. Ora il Regolamento che recepisce l'adozione del SEC 2010 ha eliminato tale eccezione e i flussi da *swap* sono trattati come partite finanziarie che non impattano sul conto economico. Questa novità non ha particolari riflessi sull'attività di gestione del portafoglio derivati, dato che comunque un impatto di cassa esiste e non può in ogni caso essere trascurato.

Tuttavia, c'è un altro cambiamento che non potrà non influire sulla gestione. Nel nuovo Manuale di attuazione del SEC per

il calcolo di *deficit* e debito è stabilito che, in caso di ristrutturazione, viene sottoscritto un nuovo contratto di *swap*, e che esso deve essere considerato come creato *ex novo* a tutti gli effetti, anche se c'è evidenza di una storia precedente.

Da un punto di vista giuridico, è ineccepibile. Riguardo alla sostanza economica, che, nel caso dell'applicazione del SEC, è stata finora fatta frequentemente prevalere, ciò è un po' meno ovvio, ma questa è stata la decisione di Eurostat.

In conseguenza di tale approccio, nel contesto di una ristrutturazione, se il valore di mercato dello *swap* è negativo per lo Stato, tale valore deve essere considerato come un prestito della controparte al soggetto pubblico, anche se lo *swap* preesistente era stato originariamente pattuito a condizioni di mercato e, quindi, con valore iniziale nullo.

In precedenza, erano stati trattati in questo modo solo gli *swap* sottoscritti all'origine in maniera deliberatamente sbilanciata, creando un cosiddetto *upfront*, che, incassato o meno, rappresentava inequivocabilmente un prestito e, quindi, un debito del soggetto pubblico verso la controparte bancaria.

Ora tale trattamento è stato esteso anche agli *swap* nati a seguito di una ristrutturazione. Ciò limiterà drasticamente la possibilità di effettuare dette ristrutturazioni, al fine di evitare impatti negativi sul debito.

PRESIDENTE. Dottoressa, purtroppo siamo alla fine del tempo che abbiamo a disposizione per questa seduta. Intanto la ringrazio per le sue considerazioni.

MARIA CANNATA, *Capo della Direzione del debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze*. Manca pochissimo alla fine della mia relazione.

PRESIDENTE. Dottoressa Cannata, in considerazione dell'imminente ripresa delle votazioni in Assemblea, nonché dell'estrema rilevanza delle tematiche affrontate nella sua relazione, le quali meritano di poter essere adeguatamente valutate dai

componenti della Commissione, ritengo opportuno rinviare il seguito dell'audizione ad una seduta che potrebbe aver luogo nella prossima settimana o nella successiva. In tale prospettiva, interpretando la gratitudine dei colleghi per quanto ci ha già riferito e per il resto del documento, che avremo modo di approfondire, vorrei formulare la richiesta di approfondire taluni aspetti della problematica oggetto dell'audizione.

Colgo anche l'occasione, credo interpretando il sentimento di molti, per ringraziarla e per ricordarle un punto: l'obiettivo di questa indagine conoscitiva è, in primo luogo, quello di ottenere un quadro completo e fedele della situazione attuale e poi, in secondo luogo, quello di ragionare su come affrontare il problema in una prospettiva futura, con riferimento alla rinegoziazione e ad altri aspetti.

Lei è certamente la persona più adatta ad aiutarci a chiarire tali questioni, così da avere un quadro completo e dettagliato della situazione. A tale scopo, la pregherei di integrare gli elementi già presenti nelle pagine 23 e 24 della sua relazione.

Più specificamente, vorrei chiederle, in primo luogo: qual è il *quantum* complessivo, ossia qual è il valore complessivo di mercato degli strumenti derivati sottoscritti dalla Repubblica italiana? In secondo luogo, come è composto, non in percentuale, ma in cifra assoluta e voce per voce, tale portafoglio? Inoltre, come si somma questo *quantum* sottoscritto dallo Stato a quello sottoscritto dagli enti territoriali, che ho visto indicato solo in aggregato a pagina 45 (parlo sempre di valori di mercato)? E infine, come è suddiviso il portafoglio degli enti territoriali tra le diverse regioni e comuni?

Se posso usare questa espressione — con un sorriso e ringraziandola in anticipo — le chiedo non fiori, ma opere di bene, cioè una tabella che riporti numeri, nomi, cognomi e indirizzi.

Colgo l'occasione per un'ultima richiesta, che ritengo possa essere molto utile per tutti. Lei ha fatto un'analisi storica sui CDS, molto importanti in un momento

drammatico, ossia nel 2011. Le chiederei, per quando tornerà in audizione, di aggiornarla con i dati riferiti ad oggi.

Vado a memoria, basandomi su dati che ho fornito nell'audizione del Governatore della Banca d'Italia. Si tratta di dati che, a mio avviso, dovrebbero destare grande preoccupazione in tutte le forze politiche, di maggioranza e di opposizione: il valore, da agosto 2014 a dicembre 2014, dei CDS sui BTP decennali è salito da 130 a 200. In base a un rapido calcolo, ciò significa che sono necessari 200.000 euro per assicurare un controvalore di 10 milioni di euro di BTP decennali, il 50 per cento più di quanto non fosse necessario ad agosto.

Credo sia importante che lei ci fornisca una fotografia, ricca come lei potrà, relativa a questi elementi, rispetto alla quale tutti i colleghi della Commissione potranno interagire con lei in modo ancora più utile di quanto abbiamo iniziato a fare oggi.

MARIA CANNATA, *Capo della Direzione del debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze*. Aggiungo solo una considerazione: noi non abbiamo i valori di mercato delle posizioni degli enti territoriali.

PRESIDENTE. Sarà molto interessante se ci spiegherà bene e in dettaglio questo aspetto.

Do la parola ai deputati che intendano intervenire per porre quesiti o formulare osservazioni.

GIOVANNI PAGLIA. Credo, anche tenuto conto del *report* sui contratti derivati stipulati dalle amministrazioni pubbliche che ci è stato trasmesso dall'Ufficio parlamentare di bilancio, che per noi sarebbe molto interessante conoscere anche i contratti attualmente in essere. Non credo si tratti di materia coperta da segreto di Stato.

Inoltre, se non è questa la sede in cui chiederli, chiedo di sapere quale sia la sede adatta.

PRESIDENTE. La dottoressa si è resa disponibile a essere qui appena potrà.

MARIA CANNATA, *Capo della Direzione del debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze*. Su quest'ultima richiesta, in realtà, devo dire che è già arrivata una richiesta di accesso agli atti per visionare i contratti. Faccio presente, però, che questa è una richiesta un po' particolare, perché ci sono delle sensibilità. Gli uffici competenti del Ministero dell'economia e delle finanze stanno esaminando questa richiesta.

Perché ci sono delle sensibilità? Perché un grado così granulare di *disclosure* non lo fornisce nessuno, in quanto potrebbe avere dei riflessi, facendoci perdere in termini di competitività rispetto al resto del mercato.

PRESIDENTE. Dottoressa Cannata, noi, però, non siamo un *club* di retroscenisti. La Commissione Finanze è un organo del Parlamento della Repubblica italiana che sta svolgendo un'indagine conoscitiva. La prego di considerare anche la sensibilità del Parlamento.

MARIA CANNATA, *Capo della Direzione del debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze*. Sì. Comunque la decisione non spetta a me.

CARLA RUOCCO. Altrimenti dovremo chiedere di istituire una Commissione d'inchiesta.

ALESSIO MATTIA VILLAROSA. La ringrazio, presidente, per la richiesta, sentita anche dal Movimento 5 Stelle, di proseguire l'audizione della dottoressa Cannata in una prossima seduta. Faccio peraltro presente che noi avevamo già fatto una richiesta alla dottoressa Cannata, alla quale la dottoressa non aveva risposto dicendo che c'erano delle sensibilità di cui tener conto, ma affermando che per soddisfare una richiesta del genere avrebbe dovuto tenere bloccato su di essa l'ufficio competente per dei mesi.

MARIA CANNATA, *Capo della Direzione del debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze*. Questa è un'altra ragione. Mi scusi, ma sono vere entrambe le cose.

ALESSIO MATTIA VILLAROSA. La dottoressa aveva risposto, quindi, che sarebbe stato complicato avere i dati per le difficoltà dell'ufficio competente a fornirli. Oggi veniamo a sapere che ci sono delle «sensibilità». A nostro avviso, di queste sensibilità si può anche non tener conto. Io credo che alla Commissione Finanze interessino soprattutto i dati relativi ai contratti in derivati. Trattandosi della richiesta di un organo parlamentare, l'ostacolo di cui lei ci ha parlato dovrebbe poter essere superato.

MARCO CAUSI. Presidente, vorrei dire una cosa importante e vorrei che tutti l'ascoltassero. Come sapete, quest'indagine conoscitiva è stata chiesta dai Gruppi di opposizione e la maggioranza ha acconsentito al suo svolgimento perché ritiene che il Parlamento debba essere agibile per tutti i Gruppi politici, anche quelli di opposizione.

Tuttavia, presidente, a nome del partito di maggioranza, voglio invitare tutti all'esercizio della massima responsabilità. Io vorrei ricordare a tutti, perché forse qualcuno lo dimentica, un fatto importante. Qualcuno preferisce forse l'economia agrosilvopastorale e si dimentica che l'Italia è il terzo emittente sovrano del mondo, pur non essendo, purtroppo, la terza economia del mondo. C'era un ministro, qualche tempo fa, che ricordava sempre questo fatto.

Quando noi, pertanto, nell'ambito di un'indagine conoscitiva, chiediamo agli uffici competenti di informarci e di discutere con noi sui meccanismi di gestione del debito pubblico, dobbiamo esercitare il massimo di responsabilità. Proprio in questi giorni, come sapete, ci sono ministri delle finanze di altri Paesi europei che stanno affermando che il nostro debito è insostenibile.

Vorrei quindi dire, a nome della maggioranza, che non permettiamo che venga

messa sotto accusa la gestione del debito. Vogliamo certamente conoscerla ma chiediamo il massimo di serietà e di responsabilità a tutti i componenti della Commissione Finanze. Non possiamo permetterci di avere sbavature su questo fronte.

CARLA RUOCCO. Posto che sto chiedendo trasparenza, non accetto di essere accusata di essere una persona irresponsabile. Anzi, sono talmente responsabile che, nel momento in cui sento riferire di una perdita su un derivato della Morgan Stanley di 2,6 miliardi di euro, ritengo che quantomeno bisognerebbe chiedere i dettagli di tutta la situazione attuale. La responsabilità sta proprio da questa parte!

MARCO CAUSI. A me pare che il documento che ci è stato consegnato oggi sia un documento molto trasparente e ricco di informazioni. Non accetto l'atteggiamento aggressivo di alcuni colleghi nei confronti degli uffici del Ministero dell'economia, i quali hanno depositato una corposa documentazione. Questa è un'indagine conoscitiva e non un'aggressione.

PRESIDENTE. Onorevoli Ruocco, Causi e Villarosa. Su un tema come questo, non ci sono né maggioranza, né opposizione. Questo è il Parlamento della Repubblica.

Onorevole Causi, le chiedo scusa ma ritengo che non abbiamo bisogno né di dare, né di ricevere lezioni da chicchessia.

Ringraziamo sentitamente la dottoressa Cannata per aver consegnato la sua relazione e per averci dato la sua disponibilità a tornare per proseguire l'audizione su questo tema. Credo che i componenti di questa Commissione abbiano il diritto-dovere, ove lo desiderino, di formulare ulteriori richieste, che non hanno nulla a che fare con la *privacy* o con intenti scandalistici, essendo finalizzate alla conoscenza di dati.

Dopodiché, ciascuno si assumerà la propria responsabilità di fornire o non

fornire gli elementi richiesti, di valutare o non valutare taluni aspetti, nel rispetto reciproco e doveroso che maggioranza e minoranze devono avere l'una nei confronti delle altre.

MARIA CANNATA, *Capo della Direzione del debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze*. Vorrei ribadire che siamo ampiamente disponibili a fornire informazioni. Ribadisco peraltro che il modo in cui determinati dati vengono forniti e divulgati può presentare qualche profilo di delicatezza che è all'esame dei vertici dell'amministrazione. Vorrei precisare quindi che non c'è l'intenzione di nascondere nulla; ci sono, tuttavia, alcuni aspetti che vanno adeguatamente valutati.

Inoltre, se ci chiedete tutti i contratti derivati stipulati dal 1990 ad oggi, noi dovremmo fermare la nostra attività ordinaria, perché dovremmo andare a recuperare dati molto risalenti e difficili da reperire. Anche questo è un dato di fatto.

PRESIDENTE. Per ciò che riguarda la presidenza, ci sono solo le quattro richieste dettagliate di ulteriori informazioni sul *quantum* del portafoglio in strumenti derivati, più un aggiornamento sui CDS. Dopodiché, ciascuno valuterà.

Autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna della documentazione consegnata dalla dottoressa Maria Cannata (*vedi allegato*) e rinvio ad altra seduta il seguito dell'audizione.

La seduta termina alle 15.05.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. VALENTINO FRANCONI

*Licenziato per la stampa
il 25 marzo 2015.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO



Ministero
dell'Economia
e delle Finanze

Dr.ssa Maria Cannata

Audizione:

Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati

Camera dei Deputati
VI Commissione Finanze

Roma, 10 febbraio 2015

1. INTRODUZIONE

Il termine “derivati” raggruppa una gran quantità di strumenti finanziari, le cui caratteristiche sono estremamente varie. Questa enorme varietà può generare confusione e lasciar erroneamente intendere che tutti i derivati abbiano natura speculativa o siano altamente rischiosi, proprio come quei prodotti complessi che, utilizzati spregiudicatamente, hanno originato la grande crisi finanziaria - avviatasi nel 2007 ed esplosa il 15 settembre 2008 col fallimento della banca d'affari Lehman Brothers – le cui ripercussioni ancora influenzano l'economia globale, e quella europea in particolare.

In realtà, molti derivati hanno funzioni essenzialmente di protezione contro rischi che chi sottoscrive i relativi contratti non vuole correre. Fra questi rientrano i derivati presenti nel portafoglio della Repubblica Italiana, gestiti dal Dipartimento del Tesoro del MEF, e in particolare dalla Direzione del debito pubblico. In questa relazione sarà ripercorsa l'evoluzione dell'utilizzo di strumenti derivati da parte del Tesoro, limitato a poche tipologie e sempre funzionale al raggiungimento degli obiettivi strategici di gestione del debito.

E' opportuno ricordare, in proposito, che l'Europa è stata investita con particolare intensità dalla presente crisi perché sui problemi di carattere più generale si è innestata la crisi greca, che si è rapidamente trasformata in crisi del debito sovrano dell'Area Euro. Conseguentemente, come tutto il resto della gestione del debito, anche l'attività in derivati della Repubblica Italiana ha dovuto adeguarsi al nuovo contesto di mercato e regolamentare.

Prima, però, di procedere alla descrizione delle diverse fasi in cui tale attività si è sviluppata, si illustrerà il quadro normativo di riferimento ed i presidi instaurati nel corso del tempo per tenere sotto controllo il rischio di controparte. Infatti, se da un lato gran parte dell'operatività in derivati è stata orientata a mitigare rischi di mercato quali il rischio di cambio e il rischio di tasso di interesse, è anche vero che entrando

in rapporti contrattuali con istituzioni bancarie era necessario premunirsi con opportuni presidi contro il rischio di controparte.

Infine, la seconda parte di questa relazione sarà dedicata all'impiego di strumenti derivati da parte degli enti territoriali. Infatti, vista la competenza del Ministero dell'economia e delle finanze in materia di controllo della finanza pubblica a tutti i livelli della pubblica amministrazione, il Dipartimento del Tesoro è stato investito anche del compito di monitorare l'evoluzione del debito a livello sub-nazionale; con lo sviluppo dei nuovi strumenti che l'innovazione finanziaria metteva a disposizione di tutti gli operatori del mercato e il ricorso ai derivati anche da parte degli enti territoriali, l'attività di monitoraggio si è quindi estesa anche a quest'ambito, in corrispondenza dell'evoluzione normativa intervenuta in materia.

2. ATTIVITA' IN DERIVATI DEL TESORO

2.1 Quadro normativo di riferimento

La prima norma che autorizza l'impiego di strumenti derivati è rinvenibile nell'allora ultimo comma dell'art. 8 della legge 22/12/1984 n. 887 (legge finanziaria 1985), in cui si prevede la facoltà del Ministro del Tesoro, tenuto conto delle condizioni di mercato, di ristrutturare i propri debiti esteri. Con riferimento a questa norma furono poste in essere operazioni di *swap* di cambio per prestiti in valuta straniera.

Con decreto del Ministero del Tesoro del 10/11/1995 vengono dettate norme più specifiche riguardanti l'uso dei derivati, citando in particolare gli *swap* ed estendendo tale operatività anche alla ristrutturazione di prestiti in lire. Tali operazioni, sulla base delle informazioni disponibili e dell'evoluzione prevista delle condizioni di mercato, dovevano avere come principale obiettivo la minimizzazione del costo del debito e potevano essere stipulate solo con istituti finanziari di elevata affidabilità, facendo a tal fine riferimento alle principali agenzie di rating. Inoltre, con tale decreto viene disposto che sia redatta e trasmessa alla Corte dei Conti una relazione semestrale su tutta l'attività di gestione del debito.

Con l'art. 2, comma 165, della legge 662/96, sostituendo il richiamato ultimo comma dell'art. 8 della legge 887/84, viene data al Ministro del Tesoro una più ampia facoltà di ristrutturare il debito pubblico interno ed estero, tenuto conto delle condizioni di mercato, avvalendosi degli strumenti operativi previsti dalla prassi dei mercati.

Nel 2002, in applicazione dei principi, previsti dal decreto legislativo 29/93 e ribaditi dal decreto legislativo 165/2001, in merito alla separazione dell'attività di gestione finanziaria, tecnica ed amministrativa, di competenza dei dirigenti, da quella di indirizzo politico, l'attività in derivati venne delegata dal Ministro dell'Economia e

delle Finanze al Dipartimento del Tesoro; il Direttore della Direzione II procedeva alla stipula degli accordi stessi ed il Direttore Generale del Tesoro alla loro approvazione. Allo stesso modo era delegata la stipula dei contratti-quadro ISDA (*International Swap Dealers Association Master Agreement*), che rappresentano lo standard internazionale entro cui si inquadra l'operatività in derivati. Di tali operazioni era data comunicazione al Gabinetto del Ministro.

La materia fu organicamente riordinata nel Testo Unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico di cui al D.P.R. 398/2003, con il quale è tuttora previsto che il Ministro dell'Economia e delle Finanze emani annualmente dei decreti cornice che consentano al Dipartimento del Tesoro di procedere alle forme di emissione in esse previste, con determinati limiti di composizione, e ad effettuare altre operazioni, comprese quelle di ristrutturazione del debito interno ed estero.

A partire dal decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 22/4/2005 (decreto cornice per il 2005), vengono sostanzialmente riassunte le norme in precedenza esposte per l'attività in derivati, prevedendo la stipula e l'approvazione delle stesse ad opera del Direttore della Direzione II e l'obbligo di darne comunicazione al Gabinetto del Ministro ed al Direttore Generale del Tesoro. Tale decreto viene rinnovato annualmente e rappresenta la fonte normativa in base alla quale il Dipartimento del Tesoro è delegato alla gestione del debito pubblico, nel rispetto delle indicazioni strategiche ivi contenute.

Da questa ricognizione si evince che uno degli aspetti che più è stato oggetto di attenzione a partire dalla metà degli anni '90 ha riguardato la prudente gestione del rischio di controparte, in quanto, entrando lo Stato in un contratto bilaterale, la prudenza impone che la controparte privata debba essere selezionata con accuratezza, per assicurare che sia in possesso di adeguati requisiti per onorare i relativi obblighi contrattuali.

E' opportuno a questo punto soffermarsi su come il Tesoro si sia organizzato per gestire questo tipo di rischio e con quali presidi venga costantemente monitorato.

2.2 Controparti in derivati della Repubblica Italiana

Le controparti in strumenti derivati della Repubblica Italiana sono tradizionalmente selezionate tra gli Specialisti in titoli di Stato, vale a dire tra le banche che, da un lato, soddisfano il requisito di una consolidata presenza ad ampio raggio sul mercato e, dall'altro, assicurano un andamento efficiente dei mercati, primario e secondario, dei titoli di Stato.

Potersi avvalere di un gruppo di banche impegnate a sottoscrivere con continuità, in ogni condizione di mercato, le aste di emissione dei titoli, nonché a sostenere il mercato secondario regolamentato con una presenza costante in quotazione su una molteplicità di titoli, ha dimostrato tutta la sua importanza durante i momenti peggiori della crisi: nonostante le difficoltà, le aste del Tesoro sono state sempre coperte. Ciò ha comportato una tenuta che ha talora sorpreso il mercato stesso, sostenendo la domanda, e ciò è stato possibile perché con gli Specialisti è stata instaurata una relazione di lungo periodo. Una conferma si riscontra anche nel numero degli Specialisti, disceso immediatamente dopo il fallimento di Lehman Brothers da 22 a 20 per il venir meno della stessa Lehman e per la fusione tra Bank of America e Merrill Lynch, ma poi rimasto invariato fino ad oggi. Così non è stato per diversi altri sovrani europei, che hanno registrato un calo nel numero dei loro *primary dealer*.

L'appartenenza agli Specialisti è stata generalmente considerata un prerequisito informale per essere ammessi all'operatività in strumenti derivati, ma vi sono state in passato alcune limitate eccezioni, giustificate dal rating molto elevato della controparte o dal fatto che la stessa svolgesse un ruolo rilevante nel finanziamento della Pubblica Amministrazione in generale.

Durante una fase iniziale, fino ai primi anni 2000, l'operatività in strumenti derivati è stata svolta con un numero piuttosto limitato di controparti. Le controparti erano ammesse all'operatività in strumenti derivati sulla base del requisito di un rating molto elevato, in coerenza con quanto dettato dalla normativa vigente in termini di elevata affidabilità, con un esplicito riferimento alla valutazione espressa dalle principali agenzie di rating. Si trattava in molti casi di controparti "veicolo" dotate di rating AAA, vale a dire la valutazione massima attribuita dalle agenzie di rating, o di istituzioni bancarie dotate di rating AA, la categoria di rating immediatamente inferiore.

In seguito, con l'aumento della dimensione complessiva del portafoglio, conseguente alla strategia di gestire attivamente il rischio di tasso anche attraverso la sottoscrizione di contratti derivati, è stata posta una maggiore attenzione alla diversificazione delle controparti, sempre nell'ambito del criterio dettato dalla normativa vigente, al fine di evitare un'eccessiva concentrazione di esposizione creditizia. Di conseguenza, è emersa l'esigenza di un monitoraggio sistematico delle posizioni in essere: se, da un lato, l'incremento del portafoglio in termini di valore nominale ha reso necessario l'allargamento del numero delle controparti, dall'altro, è diventato indispensabile impostare un sistema di monitoraggio del rischio di credito ad esse associato. Nel corso del primo decennio del secolo, infatti, il contesto del merito creditizio degli operatori sui mercati finanziari si è gradualmente deteriorato rispetto al decennio precedente e, parallelamente, è aumentata negli attori di mercato l'attenzione al rischio di credito e la tensione a valutare e monitorare la qualità creditizia dei propri interlocutori. Tale deterioramento si è riflesso in una generale riduzione dei rating, anche delle più grandi banche internazionali e, per quanto riguarda più in particolare l'operatività della Repubblica, nell'esigenza, accettando controparti dotate di rating diversi dalla tripla A, di porre un limite ben preciso all'esposizione creditizia verso ciascuna di esse.

Al fine di misurare tale esposizione si è scelto di utilizzare una metodologia mutuata da quanto all'epoca previsto dalla Banca d'Italia, relativamente ai contratti

derivati, nell'ambito della vigilanza per le banche. Tale metodologia consente di approssimare il costo che la Repubblica dovrebbe sostenere per trovare sul mercato un altro soggetto disposto a subentrare negli obblighi contrattuali dell'originaria controparte negoziale, qualora questa sia insolvente, e si basa sostanzialmente sul valore di mercato di ciascun contratto, a cui viene aggiunto un importo cautelativo rapportato al valore nominale, al tipo e alla scadenza del contratto medesimo.

Alla luce del quadro normativo di riferimento per la determinazione delle linee di credito sono stati adottati i criteri di seguito illustrati.

La Repubblica può concludere operazioni derivate solo con controparti dotate di un rating da parte di almeno una delle principali agenzie non inferiore a quello della Repubblica stessa. Nel caso in cui la controparte sia dotata di rating da parte di più di un'agenzia ma di livello differente, sarà preso in considerazione, ai fini dell'operatività e della relativa linea di credito, il rating più basso.

L'altro requisito indispensabile riguarda l'aspetto documentale: la controparte deve aver sottoscritto con la Repubblica un contratto ISDA (*International Swap Dealers Association Master Agreement*), vale a dire un contratto "quadro", curato dall'associazione di categoria, che contiene le regole generali alle quali le parti contraenti fanno riferimento per la conclusione dei singoli contratti in strumenti derivati e che quindi disciplina le azioni e gli obblighi derivanti dagli accordi conclusi.

Al riguardo, è importante sottolineare che, per l'operatività con la Repubblica, in particolare, si è avuto cura di redigere un contratto standard in linea con i criteri guida del mercato, ma soggetto al diritto italiano, con particolare riferimento al codice civile e alla disciplina delle obbligazioni contrattuali. Questa specificità è particolarmente significativa, in quanto rappresenta una tutela di grande rilevanza nell'eventualità di contenziosi.

L'importo del singolo affidamento o linea di credito è articolato in base al rating. L'esposizione creditizia nei confronti della singola istituzione finanziaria,

misurata come sopra descritto, non può essere superiore alla capienza della linea di credito. Nel caso in cui, con riferimento ad una singola controparte, tale limite venga superato a causa dell'evoluzione delle condizioni di mercato, fermo restando il numero di operazioni in essere, la Repubblica non potrà concludere nuove operazioni con la stessa controparte fino a quando tale esposizione non rientrerà nei limiti stabiliti.

Infine, una riflessione sulla natura della controparte. Come già accennato, in passato, tra le controparti della Repubblica, vi sono stati alcuni veicoli specificatamente creati all'interno di un gruppo bancario per l'operatività in derivati con controparti che richiedono un requisito di rating elevato. Tali veicoli, pur avendo di norma un rating molto alto, hanno una struttura patrimoniale diversa da quella di una vera e propria istituzione bancaria: infatti, il loro patrimonio è segregato dal resto del gruppo e dedicato unicamente a una specifica operatività, in questo caso in strumenti derivati. Data l'esposizione ai rischi generata dalle transazioni effettuate dal veicolo, il patrimonio segregato associato a un meccanismo di collateralizzazione assicura l'elevato livello di rating. L'operatività con un veicolo è di norma più onerosa, poiché i costi sostenuti dal gruppo bancario per mantenere la struttura del veicolo vengono, almeno in parte, ribaltati sulle controparti che richiedono un rating elevato e per operare con le quali il veicolo è appunto mantenuto in vita.

Diversamente, una banca vera e propria ha generalmente un patrimonio di ben altre dimensioni, a fronte di un complesso e articolato bilancio, esposto ad una varietà di rischi ma sottoposto a un continuo processo di verifica da parte delle autorità di vigilanza.

Proprio alla luce di queste considerazioni, già nel 2007 era stata avviata una riflessione sull'effettiva valenza del più elevato rating dei veicoli. In occasione della crisi del sistema bancario internazionale che ha portato al fallimento della Lehman Brothers, si è constatato che, nel caso estremo, la differenza tra le varie categorie di controparti perde totalmente di significato e l'intero gruppo bancario,

veicoli inclusi, segue le sorti della banca capogruppo. Per questa ragione si è ritenuto in modo ancora più convinto che i maggiori oneri sostenuti per i veicoli fossero ingiustificati e quindi si è fattivamente lavorato per eliminare progressivamente tale categoria dal novero delle controparti della Repubblica.

Attualmente, le controparti in contratti derivati del Tesoro sono 19, di cui 17 sono Specialisti in titoli di Stato e due no. Queste ultime sono controparti di posizioni residuali. In allegato la lista delle controparti.

a. Evoluzione della gestione in derivati

2.3.1 Strategie di gestione del debito attraverso strumenti derivati

L'utilizzo dei derivati da parte del Tesoro deve essere inquadrato nell'ambito più ampio della gestione del debito pubblico, tenendo conto della complementarietà con l'attività di emissione, perseguendo l'obiettivo strategico di un bilanciamento ottimale tra riduzione costo del finanziamento nel medio e lungo termine e contenimento dei rischi di mercato, soprattutto rischio di rifinanziamento, rischio di tasso e rischio di cambio. Per questi ultimi due rischi - di tasso e di cambio - l'uso di contratti derivati rappresenta uno strumento complementare alla politica di emissione.

Nel corso degli anni, sia pur con qualche variazione di focus nel corso del tempo, il ricorso ad una gestione attiva anche tramite l'uso di strumenti derivati è stato, quindi, sempre effettuato in tale prospettiva, nel perseguimento dell'interesse pubblico e tenendo il passo con le migliori pratiche internazionali.

Fin dalle origini, come si evince anche dall'*excursus* normativo prima illustrato, il primo obiettivo perseguito si è sostanziato nella protezione, attraverso i *cross currency swap* (CCS), contro le fluttuazioni del tasso di cambio per i titoli emessi in valuta estera. L'esposizione a tali fluttuazioni, infatti, è riconosciuta come

potenzialmente molto rischiosa per uno stato sovrano, data la sua grande volatilità e la sua natura esogena. Per tali ragioni, quando l'emissione in valuta si rende opportuna per allargare la base degli investitori - e per questa via ridurre il costo di finanziamento - è consigliabile proteggersi dal rischio di cambio. In tal modo, nella sostanza, si riconduce il debito in valuta estera a uno in valuta nazionale. Infatti, entrando in un CCS, ad esempio euro/dollaro, a copertura di un'emissione in dollari, l'emittente alla scadenza del titolo riceverà dalla controparte *swap* (la banca) i dollari necessari per il rimborso del prestito agli investitori verserà alla controparte il corrispettivo in euro ad un cambio prefissato al momento della sottoscrizione del *cross currency swap*. Tutto ciò per quanto riguarda la parte capitale. Per i flussi di interesse periodici, similmente, la controparte bancaria si impegna a versare la cedola di interesse in valuta che deve essere corrisposta all'investitore, mentre l'emittente pagherà il corrispettivo pattuito in valuta nazionale.

In un secondo momento, a partire dalla seconda metà degli anni '90 e fino alla metà del primo decennio di questo secolo, si è sviluppata un'attività gestionale anche sul debito interno, poiché veniva richiesto con una certa frequenza il perseguimento di un beneficio in termini di spesa per interessi e di contenimento del fabbisogno. Tuttavia, poiché talora ciò implicava un certo accorciamento della *duration*, venivano anche concluse operazioni che, allungando la stessa, bilanciavano in qualche misura tale effetto. Quindi, fino al 2005, l'operatività del Tesoro ha perseguito un duplice obiettivo: da un lato, il contenimento di fabbisogno e deficit attraverso operazioni di rimodulazione dei flussi d'interesse e, dall'altro, l'allungamento della *duration* complessiva del debito. Entrambi gli obiettivi erano perseguiti mediante il ricorso a *Interest Rate Swap (IRS)* e *swaption*.

La *duration* (o durata finanziaria) è un indicatore che rappresenta un tempo medio ponderato per il rinnovo dei flussi di pagamento relativi ad un portafoglio di strumenti, quali titoli di debito e derivati. Dal punto di vista dell'emittente, la durata

finanziaria rappresenta quindi l'orizzonte temporale entro il quale esso non è esposto alle oscillazioni dei tassi di interesse.

Un IRS è un contratto nel quale le parti convengono di scambiarsi, sulla base di un nozionale di riferimento, flussi periodici di pagamento, parametrati in maniera diversa. L'IRS standard è quello in cui si scambia un flusso a tasso fisso con uno a tasso variabile.

Una *swaption* è un'opzione, venduta da una parte contraente all'altra, che da all'acquirente la facoltà di entrare, con la parte venditrice, in uno *swap* ad una data futura, per il quale sono stati prefissati tasso (*strike* della *swaption*), nozionale e durata.

Quando l'obiettivo è l'allungamento della *duration* si mira a pagare un tasso fisso a lungo termine. Ma perché è importante per un emittente sovrano come l'Italia allungare la *duration*?

Perché, quando uno Stato ha un livello del debito pubblico elevato, se i tassi di mercato aumentano, il costo da affrontare per pagare gli interessi sul debito si impenna al punto da produrre un grave impatto sociale. Ad esempio, questo è quello che accadde all'inizio degli anni '90, quando la composizione del debito era per due terzi rappresentata da BOT e CCT, cioè da titoli esposti alle fluttuazioni dei tassi di interesse e le conseguenze sul bilancio dello Stato furono drammatiche. Da allora in poi, è stata gradualmente modificata la struttura del debito, proprio per renderla meno soggetta a bruschi e rilevanti rialzi della spesa per interessi in caso di *shock* di tasso sul mercato. Questo obiettivo è stato in primo luogo perseguito massicciamente attraverso la politica di emissione, portando la quota di titoli a tasso fisso a circa il 70% e riducendo la quota esposta alle fluttuazioni di tasso dal 65% a meno del 15% (il resto sono titoli indicizzati all'inflazione) e, sebbene in misura nettamente inferiore, anche con il ricorso ai derivati.

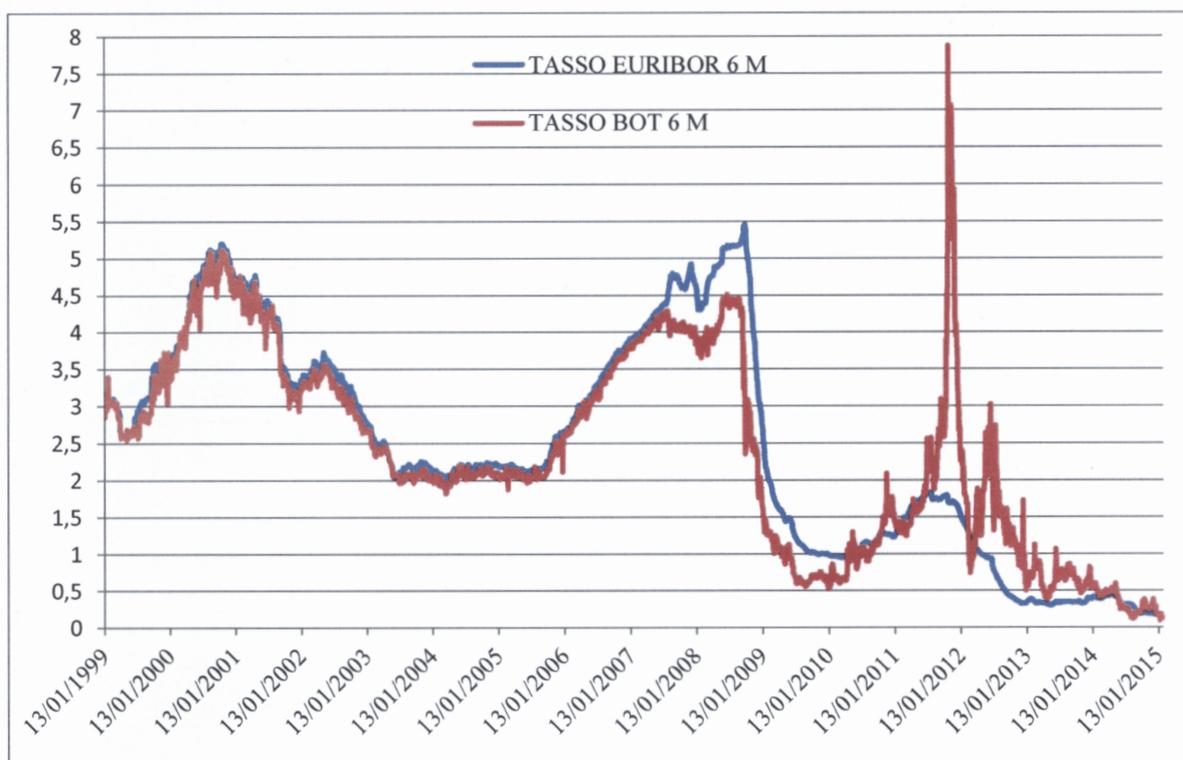
Bloccare attraverso derivati un tasso fisso a pagare in contropartita di un tasso variabile a ricevere rappresenta, come detto, una protezione verso futuri *shock* al rialzo sui tassi di interesse. Infatti, il rischio di aumento del tasso pagato sul debito viene neutralizzato dalla gamba a ricevere dello *swap* (a tasso variabile) e il costo effettivo viene limitato al corrispettivo tasso fisso a pagare nello *swap*.

Alla luce di tali considerazioni, dalla seconda metà degli anni 2000, si è ritenuto che la componente in certo qual modo “assicurativa” dell’allungamento della *duration* dovesse essere l’esclusivo obiettivo dell’attività in derivati. Anche se ultimamente, come detto, la quota di debito più esposta a *shock* di tasso è stata sensibilmente ridotta, essa rimane comunque non trascurabile e il nozionale degli IRS nel portafoglio derivati dello Stato (circa 110 mld) resta significativamente inferiore allo stock di BOT e CCT (circa 250 mld). Peraltro, è difficile ipotizzarne un’ulteriore significativa riduzione nel medio periodo. Infatti, con la riduzione dello stock di BOT conseguita negli ultimi due anni, questa categoria di titoli è stata davvero ricondotta alla sua naturale funzione di strumento di *cash management*, con una percentuale del tutto fisiologica sul complesso del debito negoziabile, ed anche i titoli a tasso variabile sono presenti in una proporzione utile per diversificare la base degli investitori, ma niente di più. Non c’è stato, dunque, un ricorso eccessivo all’impiego di strumenti derivati per gestire il rischio di tasso.

La strategia di allungamento della *duration* è stata perseguita, dunque, con funzione prettamente assicurativa in un momento in cui i tassi a lungo termine si collocavano a livelli storicamente ai minimi, per cui era ragionevolmente ipotizzabile che i conti pubblici ne avrebbero mediamente tratto un beneficio. L’esperienza pregressa faceva infatti presumere che il rialzo repentino dei tassi di mercati fosse il rischio principale da cui era opportuno proteggersi. Ciò non era confermato soltanto dalle evidenze statistiche degli andamenti passati dei tassi di interesse e da una storia degli ultimi decenni caratterizzata da *shock* esogeni che, comunque originati, avevano prodotto solo impennate dei tassi di mercato, ma risultava altresì pienamente in linea

con le raccomandazioni degli organismi internazionali riguardo alle migliori pratiche internazionali di gestione del debito.

La grande crisi ha poi prodotto, come sarà meglio specificato più avanti, una situazione di mercato completamente imprevedibile e difforme, per cui oggi si sta sopportando il costo di questa sorta di “assicurazione” senza che si sia concretizzato lo scenario da cui ci si voleva proteggere, ma anzi con un’evoluzione dei tassi di mercato di segno opposto e mai sperimentata prima in quanto a durata e intensità. Peraltro, questo è quello che succede con ogni assicurazione, ove l’evento verso il quale ci si protegge non si verifichi; ciò non significa che, in un orizzonte di lungo periodo la protezione non debba essere considerata prudente e opportuna.



Evoluzione del tasso BOT euribor a 6 mesi – Fonte: Bloomberg

Dall’inizio della crisi finanziaria (seconda metà del 2007), poi, tutta l’attività si è concentrata essenzialmente nella gestione e rimodulazione del portafoglio in essere, senza l’apertura di nuove posizioni, ad eccezione dei *cross currency swap*, viste le criticità che cominciavano ad emergere nella gestione del rischio di controparte.

La strategia di fondo è rimasta comunque improntata ai medesimi principi fino a tutto il 2010. Dal 2011, invece, la gestione ha dovuto tener conto delle crescenti criticità derivanti da un portafoglio sovrappesato su scadenze molto lunghe, quando i nuovi criteri regolamentari definiti alla fine del 2010 spingevano le banche a ridurre complessivamente le loro esposizioni, in particolar modo sul lungo termine, e comprare copertura contro il rischio di controparte, anche verso i sovrani dell'Area Euro che, dopo la crisi del debito greco, portoghese ed irlandese, non venivano più percepiti come sicuri.

A questo proposito è necessario rimarcare che, pur se la nuova regolamentazione prudenziale imposta agli istituti di credito (Basilea III) è entrata in vigore con una certa gradualità, una volta definite le misure prudenziali che sarebbero state richieste ad una certa data futura, molte banche si sono affrettate ad adottare in anticipo le nuove regole, utilizzando nuovi modelli di analisi e indicatori di rischio.

Pertanto, uno degli effetti della crisi che ha investito sempre più anche i debiti sovrani è stata la diffusione di modelli di analisi e valutazione del c.d. *Credit Value Adjustment* (CVA), che esprime il valore del rischio di *default* di una controparte non collateralizzata, ovvero priva di garanzia, calcolato sull'esposizione positiva attesa (EPA) associata ai derivati e sulla probabilità di *default* implicita nelle quotazioni di mercato dei *Credit Default Swap* (CDS) della controparte stessa.

Le banche controparti *swap* della Repubblica, per neutralizzare, o almeno mitigare, il rischio di credito emergente dall'esposizione positiva attesa delle posizioni, si trovarono pressate a ridurre tale esposizione; ciò poteva avvenire o riducendo l'impegno a sottoscrivere regolarmente le aste dei titoli di Stati nei momenti più critici (cioè quando mancavano investitori finali disponibili ad assorbire l'offerta e quindi i titoli sarebbero rimasti nel portafoglio delle banche), oppure attraverso l'acquisto di CDS. Il problema fu che nel corso del 2011 la percezione del rischio Italia andò via via sempre crescendo, riflettendosi proprio sulle quotazioni dei CDS e generando un circolo vizioso.

In particolare, data la struttura del portafoglio derivati dello Stato, caratterizzato da scadenze lunghe e non collateralizzato, quanto appena descritto ha prodotto l'affermarsi di una forte correlazione inversa (e perversa) tra andamento del tratto a lungo termine della curva *swap*, valore di mercato del portafoglio e livello dei CDS su Repubblica Italiana.

Il ricorso alla copertura dell'esposizione in derivati con acquisto di CDS rischiava quindi di produrre potenziali effetti negativi anche sul mercato primario e secondario dei titoli di Stato, in quanto l'esposizione in derivati si sommava al portafoglio titoli, limitando la capacità della banca di assorbire ulteriormente titoli di Stato all'emissione. Infatti, l'aumento delle quotazioni del CDS, cioè l'aumento del costo da sostenere per l'acquisto di protezione, generava conseguentemente un peggioramento della percezione degli operatori finanziari nei confronti del rischio di credito della Repubblica Italiana. Pertanto, al fine di ridurre l'esposizione creditizia potenziale delle controparti nei confronti del Tesoro italiano - e quindi attenuare l'impatto sul mercato CDS e favorire il sostegno in asta da parte degli Specialisti - si è intrapresa una duplice attività: da un lato si è cercato, ove possibile, di distribuire l'esposizione tra le diverse controparti attraverso la riassegnazione di posizioni (*novation*), dall'altro 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. Proprio in quest'ottica 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. In tal modo si è allentata la pressione sui CDS e favorita la regolare partecipazione in asta degli Specialisti in titoli di Stato anche nei momenti più difficili. Non bisogna dimenticare, infatti, la situazione drammatica vissuta alla fine del 2011 quando, nonostante la curva dei tassi di interesse dei titoli italiani avesse non solo raggiunto livelli allarmanti, ma anche assunto una conformazione invertita (ossia col tasso a 2 anni superiore a quello decennale) che segnalava un'aspettativa di *default*, tutte le aste sono state comunque sempre coperte. Né si può ignorare che la situazione di

mercato nei confronti dell'Italia è rimasta problematica per buona parte del 2012, con numerosi momenti di tensione e volatilità, tassi di interesse e *spread* elevati, anche se con una conformazione della curva inclinata positivamente e, dunque, non più anomala.

Con la ricomposizione così operata, il portafoglio derivati risulta oggi più bilanciato, pur contribuendo ancora marginalmente all'allungamento della *duration*.

2.3.2. Clausole di risoluzione anticipata

Tra le situazioni critiche che si è dovuto fronteggiare nei momenti peggiori della crisi, emerge in particolare la ristrutturazione, funzionale alla successiva chiusura di diverse posizioni in derivati in essere con Morgan Stanley, realizzata tra dicembre 2011 e gennaio 2012. La peculiarità di questo complesso di operazioni risiedeva nella presenza di una clausola di estinzione anticipata unica nel suo genere, in quanto attribuita non ad una singola operazione, bensì presente nel contratto quadro in essere con la controparte e ricomprensivo tutte le operazioni sottoscritte con quella banca.

Il contratto quadro (ISDA Master Agreement) era stato sottoscritto nel gennaio 1994 e prevedeva un *Additional Termination Event*, ovvero il diritto di risoluzione anticipata dei contratti derivati in essere, al verificarsi del superamento di un limite prestabilito di esposizione della controparte nei confronti della Repubblica. Tale limite era di importo contenuto: \$ 150 mln ove la Repubblica avesse un rating tripla A, \$ 75 mln in caso questo si collocasse in area doppia A, \$ 50 mln in caso singola A.

Nonostante tali soglie fossero state superate da anni, la banca non aveva mai dato segno di voler far valere la clausola. Tuttavia, alla fine del 2011 la situazione del

credito della Repubblica appariva così fragile che Morgan Stanley ritenne di non poter tralasciare di avvalersi della posizione di forza che la clausola le conferiva.

Il Tesoro, in quel frangente, ha negoziato attivamente, effettuando alcune ristrutturazioni e chiudendo buona parte del portafoglio con la controparte, in modo da ridurre il più possibile l'impatto sui conti. Anche se l'esborso è stato considerevole, è risultato comunque inferiore a quello che ci sarebbe stato subendo passivamente l'esercizio della clausola.

D'altronde, ignorare il vincolo contrattuale non era possibile, perché il danno reputazionale che ne sarebbe derivato sarebbe stato enorme, e assolutamente insostenibile, soprattutto in un contesto di mercato come quello.

Come detto, solo la clausola presente nell'ISDA con Morgan Stanley aveva quelle caratteristiche. Ciò non vuol dire che, su singole posizioni, non ci sia qualche clausola di chiusura anticipata, ma si tratta sempre di clausole c.d. *mutual*, ovvero esercitabili da entrambe le parti sotto determinate condizioni.

La presenza di clausole bilaterali di risoluzione anticipata, nate in un momento storico in cui il merito di credito della Repubblica era sensibilmente più elevato di quanto non sia oggi, va considerata in un'ottica prudenziale nei confronti di un possibile deterioramento del merito di credito delle controparti in derivati. Tra la fine degli anni '90 e i primi anni 2000, l'inserimento di clausole di questo tipo, soprattutto nel caso di operazioni con una vita medio-lunga, era inteso principalmente come finalizzato a proteggere la Repubblica dall'esposizione creditizia nei confronti del sistema bancario, percepito come molto più rischioso rispetto ai sovrani. Nel corso degli anni successivi, come noto, il quadro di riferimento per la valutazione del rischio di credito ha subito notevoli mutamenti e, pertanto, si è proceduto ad eliminare quando possibile la maggior parte delle clausole apposte.

Nella sezione sull'attuale composizione del portafoglio si darà conto delle clausole di questo tipo ivi presenti.

2.3.3 Strategia futura per la gestione del portafoglio

Per il futuro, il filone di nuova operatività che si ritiene necessario alimentare è principalmente quello dei *cross currency swap*, a copertura di emissioni in valuta estera, soprattutto in dollari. Da tale mercato l'Italia è assente dal 2010, mentre in passato la Repubblica è stata l'unico emittente sovrano con una presenza regolare sul mercato del dollaro, per di più sotto il formato Global, che consente di accedere ad una più vasta e qualitativa base di investitori. Se nel 2011 e 2012 ciò è stato determinato anche da una carenza di domanda, dovuta al clima di diffidenza instauratosi nel periodo più acuto della crisi, nel 2013 e 2014 erano tornate, in realtà, condizioni di domanda e di tassi molto favorevoli. Tuttavia, senza poter disporre di un sistema di collateralizzazione del *cross currency swap* di copertura tutta la convenienza per lo Stato veniva meno. Infatti, quando viene emesso un *bond* in valuta, il Tesoro si accerta che il rendimento all'emissione, inclusivo del costo della copertura, risulti almeno non superiore a quello di un BTP di pari scadenza.

Ora, con la regolamentazione prudenziale di gestione del rischio delle banche, sempre più stringente, i costi associati alle operazioni di copertura per controparti non collateralizzate sono sensibilmente aumentati, al punto da aver pregiudicato la possibilità di emettere nuovi titoli in valuta estera, nonostante il già citato incremento di domanda da parte di investitori istituzionali, che non è stato possibile soddisfare. Tra l'altro, la domanda di titoli in dollari è tipica di una platea vastissima di investitori e diffusa a livello globale, poiché nelle gestioni di portafoglio una quota in divisa statunitense è quasi sempre presente. Inoltre, tale domanda è di ottima qualità: basti pensare che fra i più assidui investitori in dollari ci sono le banche centrali di ogni parte del mondo.

E anche se, oggi come oggi, non ci sono particolari problemi di domanda, alimentare e mantenere una presenza sui mercati di maggior attrattività per gli investitori istituzionali è molto importante per assicurare alternative in evenienze meno favorevoli. In prospettiva, infatti, le banche saranno spinte a detenere meno titoli governativi in portafoglio e un emittente di grandi dimensioni come l'Italia deve con ogni mezzo allargare al massimo e per tempo le alternative a questo bacino di assorbimento. E', dunque, opportuno non precludersi anche mercati in valute diverse dall'euro, senza per questo rimanere esposti al rischio di cambio, e dotarsi di ogni strumento per mantenere la convenienza economica di tali emissioni, come il sistema di garanzie bilaterali contemplato dalla legge di stabilità.

A mero titolo di esempio, per comprendere l'entità del risparmio ottenibile grazie alla collateralizzazione bilaterale, per un'emittente come la Repubblica Italiana questo può essere quantificato intorno ai 5 punti base su un titolo triennale, ai 10 per un quinquennale e oltre i 20 per un decennale.

Soprattutto per non perdere tali opportunità, l'art. 1 comma 387 della legge di stabilità per il 2015 ha autorizzato il Tesoro a "...stipulare accordi di garanzia bilaterale in relazione alle operazioni in strumenti derivati ...". Si tratta di una facoltà che sarà esercitata nell'ambito dei criteri che saranno definiti in un apposito decreto ministeriale. E' opportuno precisare che fino ad oggi non era esplicitamente vietato sottoscrivere accordi di collateralizzazione riferiti ai derivati dello Stato, ma nemmeno tale operatività era prevista dalla legislazione vigente e necessitava, pertanto, di esser disciplinata.

Non è esclusa la possibilità di estendere la collateralizzazione ad alcune posizioni già in essere, al fine di "liberare" capitale di rischio per gli Specialisti in titoli di Stato controparti in derivati, che potranno così orientare maggiormente la propria attività sul mercato primario e secondario dei titoli di Stato. Peraltro gli stessi Specialisti avranno una minore esigenza di acquistare protezione sul rischio Italia via *Credit Default Swap* (CDS), strumenti che, come già spiegato, in passato, sotto

pressione, hanno prodotto effetti negativi sullo stesso *spread* BTP-Bund, contribuendo a innescare circoli viziosi, e sono stati letti dal mercato come un segnale di fragilità.

La legge prevede ora che la garanzia sia costituita da “titoli di Stato dei paesi dell’area euro denominati in euro oppure da disponibilità liquide gestite attraverso movimentazioni di conti di tesoreria o di altri conti appositamente istituiti”. Nel caso delle disponibilità liquide — eventualità che ad oggi pare essere la più efficiente - si tratterà di depositi remunerati ad un tasso d’interesse non negativo stabilito contrattualmente, con riferimento ai parametri di mercato monetario.

Vale la pena di sottolineare che il merito di credito di una controparte in strumenti derivati influenza senz’altro i costi di esecuzione di una transazione e quindi i termini contrattuali; tuttavia, una volta partita l’operazione, il suo valore di mercato (*mark-to-market*) dipende unicamente dai tassi d’interesse, dai tassi di cambio e dalle volatilità, ma non dal rating delle due parti contraenti. Quindi per gli *swap* già in essere, la condizione che una delle due controparti sia un sovrano con rating AAA o BBB non ha effetti sul loro valore di mercato. La liquidità da versare o incassare a fronte della collateralizzazione è funzione esclusivamente delle fluttuazioni delle posizioni assoggettate a *collateral*.

Comunque, come già detto, solo per alcune specifiche posizioni del portafoglio in essere si valuterà l’opportunità di assoggettarle in tutto o in parte alla collateralizzazione e a condizioni definite accuratamente, a tutela dell’interesse dello Stato.

Infine, non si può non menzionare che l’attività futura di gestione sarà necessariamente influenzata dalle innovazioni nella classificazione degli *swap* che hanno accompagnato l’entrata in vigore nel nuovo schema contabile armonizzato a livello europeo, il SEC 2010 (o ESA 2010, se si utilizza l’acronimo anglosassone).

Fra queste, una in particolare è ben nota: ai fini della procedura dei disavanzi eccessivi, è stata eliminata l'inclusione nella spesa per interessi del saldo dei flussi derivanti da *swap*, che rappresentava un'eccezione alla regola. Infatti, per ogni altra finalità che non fosse il calcolo del parametro di deficit, già nel SEC95 tali flussi non erano inclusi nell'indebitamento netto. Ora, il regolamento che recepisce l'adozione del SEC 2010 ha eliminato tale eccezione e i flussi da *swap* sono trattati come partite finanziarie che non impattano sul conto economico. Questa novità non ha particolari impatti sull'attività di gestione del portafoglio derivati, dato che comunque un impatto di cassa esiste e non può certo essere trascurato.

C'è, però, un altro cambiamento che non potrà non influire sulla gestione. Nel manuale di attuazione del nuovo SEC per il calcolo di deficit e debito, è stato stabilito che, in caso di ristrutturazione, viene sottoscritto un nuovo contratto di *swap*, che deve essere considerato come creato *ex-novo* a tutti gli effetti, anche se c'è evidenza di una storia precedente. Dal punto di vista giuridico, è ineccepibile; riguardo alla sostanza economica che, nel caso dell'applicazione del SEC, è stata fatta frequentemente prevalere, è un po' meno ovvio, ma questa è stata la decisione di Eurostat. In conseguenza di tale approccio, nel contesto di una ristrutturazione, se il valore di mercato dello *swap* è negativo per lo Stato, tale valore deve essere considerato come un prestito della controparte al soggetto pubblico, anche se lo *swap* preesistente era stato originariamente pattuito a condizioni di mercato e, quindi, era partito con valore di mercato nullo. In precedenza, erano stati trattati in questo modo solo gli *swap* sottoscritti all'origine in maniera deliberatamente sbilanciata, creando un c.d. *upfront* che, incassato o meno, rappresentava inequivocabilmente un prestito, e quindi un debito del soggetto pubblico verso la controparte bancaria. Ora tale trattamento è stato esteso anche agli *swap* nati a seguito di una ristrutturazione, e ciò limiterà drasticamente la possibilità di effettuare dette ristrutturazioni, al fine di evitare impatti negativi sul debito.

b. Attuale composizione del portafoglio

Alla fine del 2014, gli strumenti derivati per la gestione del debito emesso dalla Repubblica Italiana, ammontano a circa 159,6 miliardi di valore nozionale e sono composti da *cross currency swap* per circa il 14%, *interest rate swap* per circa il 72%, *swaption* per circa il 12% e *interest rate swap* collegati ad operazioni ex Infrastrutture S.p.A. per circa il 2%. In particolare queste ultime derivano dall'accollo delle passività di detta società (obbligazioni e mutui) e dei contratti derivati ad esse associate disposto dalla legge finanziaria per il 2007. Tranne che per uno degli *swap* già di Infrastrutture S.p.A., le controparti in strumenti derivati sono Specialisti in titoli di Stato.

Per completezza, si precisa che esiste una componente marginale aggiuntiva, di circa 3,5 miliardi di valore nozionale, del portafoglio in strumenti derivati non riferita alla gestione del debito, ma alla gestione di posizioni finanziarie attive (su mutui ex CDP in cui lo Stato è diventato parte creditrice dopo la trasformazione di CDP in S.p.A.) disposta dalla legge finanziaria per il 2005.

Riguardo alla pubblicazione del valore di mercato del portafoglio in strumenti derivati della Repubblica Italiana, si fa presente che questa già avviene da tempo ad opera della Banca d'Italia nei Supplementi trimestrali al Bollettino Statistico "Conti Finanziari", anche sulla base dei dati forniti dal Tesoro alla stessa Banca d'Italia. La predetta Istituzione utilizza metodi di valutazione coerenti con le definizioni richieste dalla contabilità nazionale e dai conti finanziari e, nell'ultimo Supplemento del 3 febbraio scorso il valore di mercato, aggiornato al III trimestre 2014, è negativo per 36.870 milioni di euro.

Per quanto riguarda, in generale, il valore di mercato di un derivato, esso rappresenta il valore attualizzato dei flussi netti futuri stimati sulla base dei livelli correnti dei tassi di mercato, pertanto soggetto alle oscillazioni prodotte dall'andamento della curva dei tassi di interesse. Tale valore, riferito al portafoglio della Repubblica Italiana è oggi sensibilmente negativo, in quanto influenzato dal

livello assoluto straordinariamente basso dei tassi di interesse rispetto alle condizioni del mercato all'epoca della stipula.

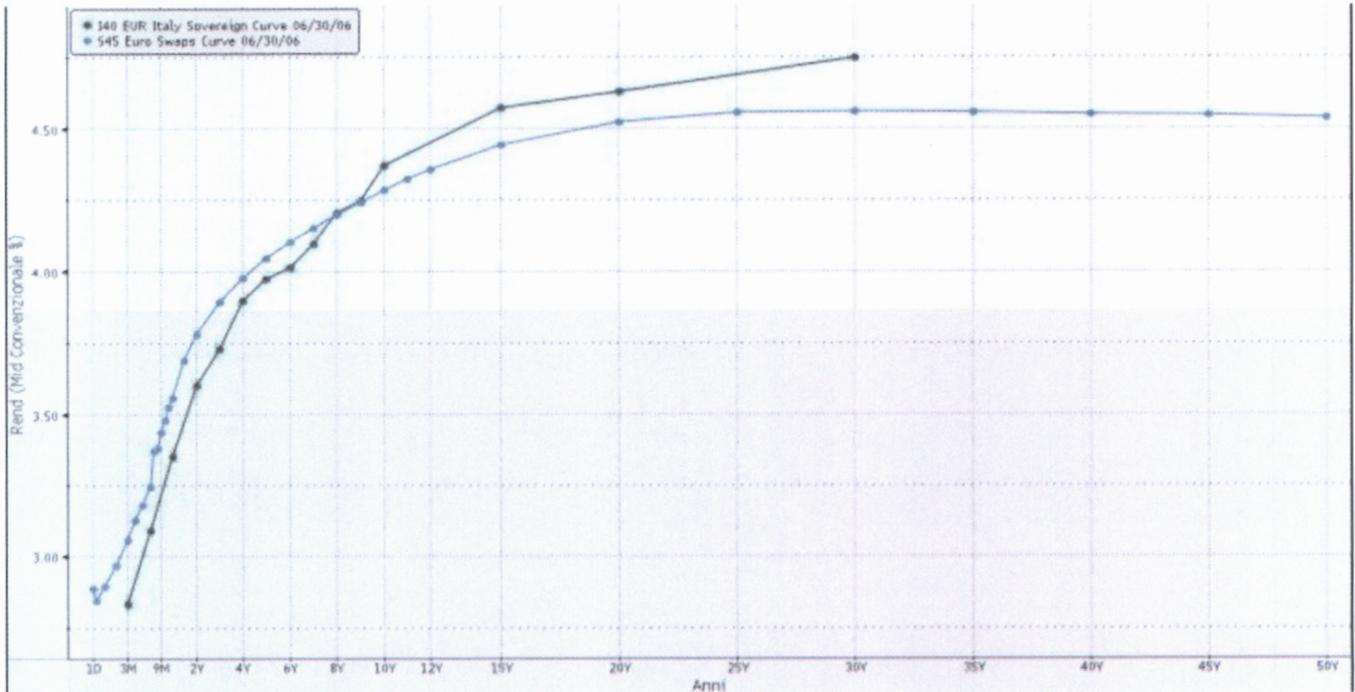
La variabile fondamentale che influenza in misura preponderante il valore di mercato del portafoglio derivati della Repubblica Italiana è il livello assoluto dei tassi *swap*, in particolare nel tratto lungo della curva.

Considerando che il tasso medio, ponderato per il nozionale, pagato dalla Repubblica è di poco inferiore al 4,40%, il livello di *mark-to-market* è conseguenza soprattutto della distanza tra questo e il tasso di mercato sul segmento indicato (attualmente, tasso 10y *swap* = 0,72% e tasso 30y *swap* = 1,18%).

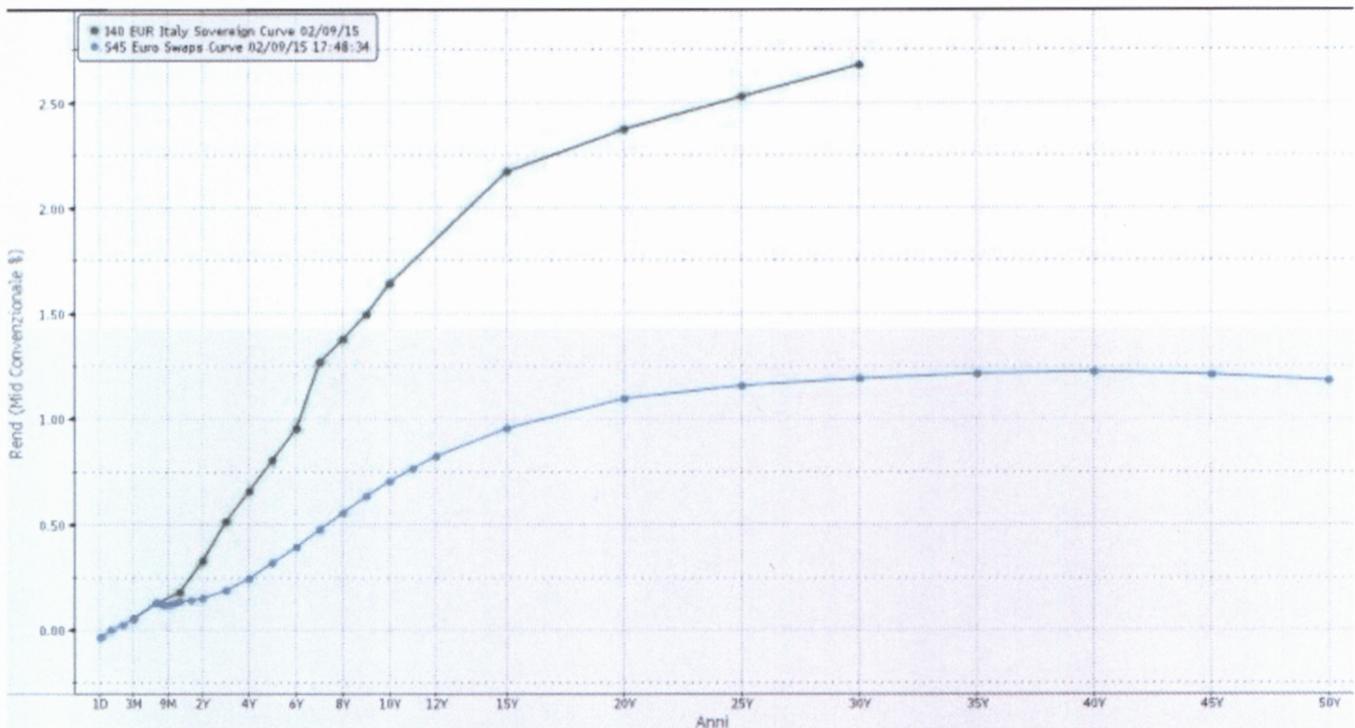
Come detto, il *mark-to-market* è il valore attuale dei flussi futuri. Tali flussi non sono altro che la differenza tra il tasso che si paga (il 4,4% di cui sopra) e il tasso che si riceve (generalmente euribor 6 mesi). Esso risente quindi anche delle prospettive dei tassi a breve termine, ossia dal livello dei tassi attesi impliciti nella curva *swap* corrente (tassi euribor *forward*), che dipende anche dall'inclinazione della curva *swap* stessa.

Non c'è una relazione diretta tra la curva dei titoli di Stato italiani e il valore di mercato dei derivati della Repubblica, anche perché ormai la curva italiana e la curva *swap* mostrano una conformazione divergente. Così non era quando, nel primo decennio di questo secolo e prima della grande crisi, è stata posta in essere gran parte delle posizioni di tasso oggi in portafoglio, anche se non necessariamente proprio nella forma attuale, visto che un gruppo di esse, come detto, è stato oggetto di ristrutturazioni. Allora, la curva *swap* e la curva BTP erano molto vicine.

confronto curva BTP e curva swap a metà 2006



confronto curva BTP e curva swap oggi



Un'attenzione particolare merita il monitoraggio delle clausole di risoluzione anticipata inserite in alcune posizioni.

In tredici contratti sono attualmente presenti clausole di risoluzione anticipata al valore di mercato, dove tale facoltà è riconosciuta ad entrambe le parti contraenti a date predefinite, in alcuni casi senza che sia necessario il verificarsi di una qualche condizione (c.d. “*break clauses*”), in altri, invece, subordinatamente al verificarsi di un evento di credito (c.d. “*credit events*”) che, in particolare, consiste nella riduzione del merito di credito da parte di una delle due agenzie di rating al di sotto di una determinata soglia (“A-“ nel caso di Standard & Poor’s e “A3” nel caso di Moody’s).

Alla fine del 2014, il numero complessivo dei contratti che contengono clausole di risoluzione anticipata ammonta, come detto, a tredici, di cui uno condizionato da una clausola di credito e dodici contenenti delle opzioni non condizionate.

Di questi contratti, quattro sono costituiti da *Interest Rate Swap* e nove da *swaption*. Per uno degli IRS in essere, la data di esercizio della clausola di risoluzione anticipata cade nell’anno corrente, per altri due tale data si colloca nel corso del 2018. Per un IRS sottostante a una delle *swaption*, il potenziale esercizio della clausola di risoluzione anticipata potrà verificarsi nel 2016, e successivamente ogni 5 anni fino al 2036. In tutti gli altri casi, le date di possibile esercizio cadono dal 2023 in poi. L’attuale configurazione del portafoglio di operazioni assoggettate a clausole di risoluzione anticipata è il risultato di una strategia di modifica che, in particolar modo negli ultimi quattro anni, ha mirato a eliminare - quando possibile - le clausole stesse, sia che fossero legate a condizioni di credito, sia che fossero più semplicemente opzioni bilaterali di risoluzione anticipata.

Dall’inizio del 2011 a oggi, infatti, il numero di operazioni con clausole di questo tipo è stato notevolmente ridotto: da trentacinque si è arrivati alle attuali tredici, grazie alla cancellazione di venti clausole, nella maggior parte dei casi

contestuale alla novazione soggettiva, ristrutturazione o rinegoziazione delle posizioni che le includevano; solo in due casi è avvenuto l'esercizio da parte della controparte (giugno e dicembre 2014).

2.4 Informazioni disponibili e reporting

La composizione del debito con e senza l'effetto degli *swap* di cambio è presente da molti anni sul sito del debito pubblico, con aggiornamento trimestrale.

Per quel che concerne i documenti di finanza pubblica, l'impatto delle posizioni in strumenti derivati si riflette nei capitoli di bilancio pertinenti e, com'è ovvio, se ne tiene debito conto negli stanziamenti di tali capitoli.

Anche nelle elaborazioni per la redazione delle statistiche ufficiali in termini di competenza economica SEC vengono fatte analoghe elaborazioni, così come negli scenari previsivi alla base di tutti i documenti programmatici.

Per quel che riguarda il processo decisionale, internamente all'Amministrazione la Direzione del debito pubblico gestisce il portafoglio ed esegue le operazioni secondo le linee-guida indicate dal Direttore Generale del Tesoro, il quale, a sua volta, prende atto degli obiettivi strategici decisi dal Ministro e dispone di conseguenza.

Dell'effettiva realizzazione delle operazioni viene dato conto puntualmente ai vertici dell'Amministrazione.

Infine, nell'ambito della relazione semestrale alla Corte dei Conti sulla gestione del debito già citata, viene fornito un resoconto dettagliato dell'operatività in derivati, esplicativo delle strategie ed obiettivi perseguiti, nonché di come vi si siano inquadrate le singole operazioni realizzate nel semestre.

3. ATTIVITA' IN DERIVATI DEGLI ENTI TERRITORIALI

L'utilizzo degli strumenti derivati nell'ambito della gestione del debito di regioni ed enti locali è stato oggetto, negli ultimi venti anni, di una ragguardevole produzione normativa.

Le prime disposizioni in tema di operatività in derivati delle amministrazioni territoriali sono state emanate nel 1996 e riguardavano i prestiti obbligazionari in valuta estera. In particolare l'articolo 2 del D.M. n. 420 del 1996 stabiliva che per la copertura del rischio di cambio tutti i prestiti in valuta estera dovevano essere accompagnati, al momento dell'emissione, da una corrispondente operazione di swap.

Nel 2002 l'articolo 41 della legge finanziaria ha previsto la possibilità, per gli enti territoriali, di emettere titoli obbligazionari cosiddetti "*bullet*" (vale a dire con rimborso in unica soluzione alla scadenza), previa costituzione di un fondo di ammortamento del debito o previa conclusione di uno *swap* per l'ammortamento del debito. La relativa disciplina di dettaglio veniva poi affidata ad apposito regolamento.

In attuazione dell'articolo 41, il 4 febbraio 2004 è entrato in vigore il D.M. n. 389 del 2003, che disciplinava l'accesso delle amministrazioni territoriali al mercato dei capitali. Il regolamento individuava inoltre le tipologie di strumenti derivati consentiti, ammettendo soltanto quelle più semplici, ritenendole coerenti con una strategia di gestione del debito mirata alla protezione dai rischi finanziari o al contenimento del costo atteso del debito. Accanto alla selezione delle operazioni, la normativa forniva anche dei criteri per una prudente gestione del rischio di controparte.

La percezione che il quadro normativo sopra delineato, sebbene piuttosto preciso, non fosse stato applicato con la prudenza e la consapevolezza necessarie, ha

portato ad un nuovo intervento legislativo in occasione della predisposizione della legge finanziaria per il 2007, che all'articolo 1, comma 737, ha posto, a carico delle amministrazioni territoriali, l'obbligo di comunicare ex ante al Ministero dell'Economia e delle Finanze le operazioni in strumenti derivati, pena l'inefficacia dei contratti, e ha trasformato in obbligo la facoltà, già esistente in capo al Ministero, di segnalare alla Corte dei Conti le operazioni poste in essere in violazione della normativa vigente.

Con la legge finanziaria per il 2008 (articolo 1, commi da 381 a 384), si è voluta introdurre una maggiore trasparenza nella stipula dei contratti derivati e una maggiore consapevolezza circa le possibili conseguenze di tali strumenti sul bilancio degli enti.

A partire dal 25 giugno 2008, è stata disposta una sospensione temporanea all'attività in derivati di regioni ed enti locali ai sensi del decreto-legge n. 112 del 2008, il cui articolo 62 vietava la sottoscrizione di nuovi contratti, in attesa che venisse emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze un nuovo regolamento che individuasse le tipologie di strumenti derivati ammessi, in sostituzione di quelle già previste dal DM n. 389 del 2003. È stato anche introdotto il divieto di emettere titoli obbligazionari o altre passività *bullet* ed è stata fissata a trenta anni la durata massima per tutte le forme di indebitamento di regioni ed enti locali.

Il regolamento di cui all'articolo 62 avrebbe dovuto essere emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob. Tuttavia, il diverso orientamento circa l'approccio da seguire nella sua stesura tra il Tesoro da un lato (più orientato verso un'analisi di sensitività) e Banca d'Italia e Consob dall'altro (più orientate verso schemi basati su scenari probabilistici) ha generato una sostanziale situazione di *impasse* normativa. Tuttavia, proprio in conseguenza del blocco provvisorio, a partire dalla seconda metà del 2008 si è assistito a un sensibile contenimento della operatività in derivati da parte degli enti territoriali. Ciò è avvenuto non solo grazie al naturale scadere di molti contratti, ma

anche e soprattutto per effetto delle continue estinzioni anticipate delle posizioni esistenti. D'altronde, la situazione congiunturale degli ultimi anni, caratterizzata da elevata turbolenza e volatilità dei parametri finanziari nonché dall'esplosione del rischio di controparte, non era particolarmente indicata per riaprire questo tipo di mercato. Per queste ragioni, si era via via affermata all'interno del Tesoro la consapevolezza dell'opportunità di una norma primaria che vietasse definitivamente l'attività in derivati di regioni ed enti locali. In questo modo si sarebbe consolidato il progressivo riassorbimento del fenomeno.

Effettivamente poi, in occasione della predisposizione della legge di stabilità per il 2014, il legislatore rese definitivo il divieto di stipulare contratti derivati, introdotto temporaneamente dall'articolo 62 del decreto-legge 112 del 2008.

Attualmente, in base alla vigente formulazione dell'articolo 62 del decreto-legge n. 112 del 2008, come da ultimo modificato dalla legge di stabilità per il 2014 (articolo 1, comma 572, della legge n. 147 del 2013), regioni ed enti locali possono solamente:

- estinguere anticipatamente i contratti derivati da essi detenuti;
- riassegnare i medesimi contratti a controparti diverse dalle originarie (cosiddette "novazioni soggettive") senza che vengano modificati i termini e le condizioni finanziarie dei contratti riassegnati;
- ristrutturare i contratti derivati a seguito di modifica della passività sottostante, esclusivamente nella forma di operazioni prive di componenti opzionali e volte alla trasformazione da tasso fisso a variabile o viceversa e con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura;
- perfezionare contratti di finanziamento che includono l'acquisto di *cap* da parte dell'ente, cioè di un'opzione che protegga l'ente dal rialzo dei tassi su mutui stipulati a tasso variabile.

Infine, dal 24 aprile 2014 è in vigore il decreto-legge n. 66 del 2014 (convertito con modificazioni dalla legge n. 89 del 2014) il cui articolo 45 prevede, a determinate condizioni, la possibilità per le Regioni di ristrutturare parte del loro debito, al fine di ridurre la spesa per interessi e di semplificare le posizioni in derivati.

Di seguito si ripercorrono le tappe dell'evoluzione normativa in tema di derivati degli enti territoriali, fin qui brevemente delineate, fornendo in conclusione alcuni dati sul fenomeno, con riferimento al numero di amministrazioni interessate e di contratti detenuti, al capitale nozionale iniziale, alle controparti bancarie italiane ed estere, ai contratti estinti e scaduti e alla serie storica del fenomeno dal 1997 ad oggi.

Prime disposizioni in tema di derivati degli enti territoriali (articolo 2 del DM 420/1996). In una fase iniziale, la produzione normativa si è esclusivamente incentrata sull'istanza di proteggere dal rischio di cambio gli enti che valutavano opportuno indebitarsi in divise diverse da quella domestica.

Al riguardo, l'articolo 2 del D.M. 5 luglio 1996, n. 420, "Regolamento recante norme per l'emissione di titoli obbligazionari da parte degli enti locali", nel dare attuazione all'articolo 35 della legge finanziaria per il 1995 (legge 23 dicembre 1994, n. 724), stabiliva che, per la copertura del rischio di cambio, tutti i prestiti in valuta estera dovevano essere accompagnati, al momento dell'emissione, da una corrispondente operazione di *swap* e che l'operazione di *swap* doveva essere effettuata da intermediari di provata affidabilità ed esperienza nel settore, con riferimento anche alla valutazione assegnata agli intermediari medesimi dalle maggiori agenzie di rating.

Il D.M. n. 420 del 1996 ha, inoltre, delineato la prima forma di monitoraggio da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze sulle emissioni degli enti territoriali sui mercati esteri, in quanto prevedeva che venissero inviate alla Direzione Generale del Tesoro due comunicazioni — una preventiva ed una successiva — dei dati anagrafici e finanziari di tali emissioni.

Legge finanziaria per il 2002 (articolo 41 della legge 448/2001). Le norme sui derivati introdotte a partire dalla legge finanziaria per il 2002 (articolo 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448) miravano a:

- rendere ordinato l'accesso degli enti territoriali al mercato dei capitali;
- consentire alle amministrazioni di collocare titoli obbligazionari con rimborso unico a scadenza;
- delimitare il perimetro di azione dell'attività in derivati delle amministrazioni attraverso apposito regolamento (DM n. 389 del 2003).

Considerato il grande numero di amministrazioni interessate (oltre 8.000 comuni, 20 regioni, le province autonome di Trento e Bolzano con le loro specificità, 105 province, più tutte le aggregazioni di autorità locali contemplate dall'ordinamento), appariva essenziale far sì che l'accesso ai mercati finanziari avvenisse in modo ordinato, evitando la sovrapposizione di più soggetti pubblici sullo stesso segmento di mercato in un ristretto arco temporale. In tale evenienza, infatti, si poteva determinare un affollamento di emissioni, con possibile peggioramento delle singole condizioni di finanziamento. Tale consapevolezza ha portato, con l'articolo 41, all'introduzione del coordinamento dell'accesso al mercato dei capitali degli enti territoriali da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Inoltre, con l'articolo 41, il legislatore ha tenuto conto della necessità di aumentare le opportunità di ricorso ad una pluralità di canali di finanziamento, abolendo il vincolo di emissione alla pari per facilitare eventuali *tranche* successive dello stesso titolo, e rimuovendo l'obbligo della struttura *amortising*. La logica sottostante alla previgente limitazione alla struttura *amortising* aveva l'intento di evitare il rinvio ad esercizi futuri dell'onere normalmente più rilevante, quello relativo al rimborso del capitale. Per non disattendere tale principio, l'articolo 41 aveva disposto, in caso di emissione di un titolo *bullet*, un ammortamento obbligatorio mediante costituzione di un fondo apposito o conclusione di uno specifico *swap* che, per il bilancio dell'ente, rendesse equivalente il profilo dei pagamenti con le due possibili strutture: *amortising* o *bullet*. L'articolo 41, consentendo agli enti territoriali di collocare titoli obbligazionari con la struttura del rimborso unico a scadenza, mirava a far conseguire risparmi in termini di costo del debito rispetto al collocamento di titoli con "ammortamento a quote" perché, su questi ultimi, il mercato era solito richiedere un premio in termini di rendimento offerto per controbilanciare il cosiddetto rischio di reinvestimento degli importi corrisposti in linea capitale. Contestualmente all'emissione *bullet*, agli enti veniva richiesto di costituire un fondo per l'ammortamento del debito, tale da garantire all'ente la disponibilità dell'importo necessario per il rimborso degli investitori o, alternativamente, di concludere uno *swap* di ammortamento con intermediari qualificati finalizzato alla restituzione dell'intero capitale da rimborsare alla scadenza. Lo *swap* di ammortamento ha avuto un'applicazione decisamente più diffusa rispetto al fondo.

Purtroppo, nei fatti, si è constatato che l'emissione *bullet* non ha rappresentato un fattore determinante per allargare la base degli investitori, né è stata sufficiente a creare condizioni di liquidità tali da far sorgere un mercato secondario di questi strumenti; di contro, le complessità intrinseche nella costruzione di un fondo o uno *swap* di ammortamento erano tali da incrementare i rischi, e spesso anche i costi, totali dell'operazione. È per tale ragione che l'articolo 3 della legge finanziaria per il

2009 ha ripristinato l'obbligo per gli enti territoriali di emettere solo titoli con strutture *amortising*.

D.M. n. 389 del 2003. L'articolo 41 della legge finanziaria per il 2002 affidava ad apposito regolamento il compito di selezionare la gamma di strumenti derivati utilizzabili da parte degli enti territoriali.

Al riguardo il D.M. 1° dicembre 2003, n. 389, individuava le operazioni in strumenti derivati che potevano essere concluse da regioni ed enti locali. Il regolamento prevedeva l'esplicito collegamento tra passività sottostanti effettivamente in essere ed operazioni derivate poste in essere per la copertura del rischio di cambio o di tasso, in modo tale da evitare esposizioni rischiose che non trovassero diretta corrispondenza nelle passività dell'ente.

La preoccupazione di non posporre i costi dell'indebitamento contratto su esercizi futuri ha portato ad escludere la possibilità di estendere la durata delle operazioni derivate oltre la scadenza delle sottostanti passività. Sempre sulla base della stessa ratio, ma anche per evitare che l'utilizzo degli strumenti derivati potesse in qualche modo accrescere il profilo dei rischi — sia di mercato che di credito — assunti nella gestione del debito, laddove alla lettera f) dell'articolo 3 del regolamento si prevedevano operazioni derivate che ristrutturano passività esistenti, è stata sancita l'impossibilità di traslare il peso finanziario delle esposizioni in essere sugli esercizi futuri, concentrandolo in prossimità della scadenza. Pertanto, le tipologie di operazioni ammesse si limitavano a:

- *swap* di tasso di interesse, consistente in un contratto tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi, collegati ai principali parametri del mercato finanziario, secondo modalità, tempi e condizioni stabiliti nei contratti stessi;

- acquisto di *cap* di tasso di interesse, in cui viene stabilito un livello soglia del tasso variabile oltre il quale l'acquirente del cap (in questo caso l'ente) paga un tasso fisso predeterminato;
- acquisto di *collar* di tasso di interesse, in cui all'acquirente (l'ente) viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di un minimo ed un massimo prestabiliti;
- acquisto di *forward rate agreement*, contratti in cui due parti concordano il tasso di interesse che l'acquirente del *forward* si impegna a pagare su un capitale stabilito ad una determinata data futura.

Tali operazioni dovevano essere effettuate nella forma cosiddetta "*plain vanilla*", vale a dire nella forma più semplice, priva di qualsiasi opzionalità che potesse esporre l'ente ad ulteriori rischi finanziari conseguenti a movimenti dei tassi di interesse; né erano ammessi strumenti derivati che contenevano leve o moltiplicatori dei parametri finanziari, come, ad esempio, pagare due volte il tasso Euribor al verificarsi di determinate condizioni di mercato.

L'utilizzo di strumenti quali *cap* e *collar* è stato limitato al solo acquisto degli stessi da parte delle amministrazioni, in quanto si riteneva che tali tipologie di operazioni dovessero essere unicamente finalizzate alla protezione dal rialzo dei tassi di interesse.

Veniva, peraltro, consentita la presenza di un importo da regolare al momento del perfezionamento dell'operazione per un ammontare massimo dell'1% del nominale del contratto (*up-front*), a sua volta non superiore all'ammontare di debito su cui veniva effettuata l'operazione di copertura. Questa eventualità si è riscontrato essere spesso utilizzata in contratti stipulati da enti di medie e piccole dimensioni, con la finalità più di un limitato finanziamento che di una corretta compensazione dei flussi finanziari rimodulati. Pertanto, con la previsione contenuta al comma 9 dell'articolo 62 del decreto-legge 25 giugno 2008 n. 112 - convertito con modificazioni dalla

legge 6 agosto 2008 n. 133 e poi confluito nell'art. 3 della legge finanziaria per il 2009 - si è esplicitata la natura contabile di tali importi disponendo che venissero classificati come debito a tutti gli effetti.

Alla stessa finalità di limitare l'esposizione dell'ente al rischio, si ispirava, inoltre, la disposizione di cui all'articolo 3, comma 4, del D.M. n. 389 del 2003, che ribadiva il requisito dell'adeguato merito di credito (*rating*) degli intermediari controparti dei contratti derivati e introduceva l'indicazione di suddividere tra più controparti il totale delle operazioni poste in essere oltre l'ammontare complessivo di 100 milioni di euro.

Legge finanziaria per il 2007 (articolo 1, commi da 736 a 739). La percezione che il quadro normativo sopra delineato, ancorché piuttosto preciso, non fosse stato applicato con la prudenza e la consapevolezza necessarie, ha portato ad un nuovo intervento legislativo in occasione della predisposizione della legge finanziaria per il 2007 (legge 27 dicembre 2006, n. 296) che ha introdotto ulteriori disposizioni in merito all'operatività in strumenti derivati di regioni ed enti locali.

In particolare, il comma 736 ribadiva alcuni principi cui gli enti dovevano attenersi nell'attività amministrativa finalizzata alla gestione del proprio debito tramite operazioni in strumenti derivati. Le linee guida che si evincono dalla norma erano:

- conferire maggiore solidità al bilancio degli enti attraverso il contenimento del costo finale delle operazioni in derivati, da valutarsi in relazione all'esposizione ai rischi di mercato assunti con le stesse operazioni poste in essere;
- assicurare la corrispondenza tra il nominale della passività e quello della posizione in strumenti derivati di copertura;

- ricercare un contenimento dei rischi di credito assunti, attraverso la verifica da parte dell'ente del merito di credito delle controparti con cui concludere operazioni in strumenti derivati.

Il comma 737 è stato introdotto al fine di porre, almeno parzialmente, rimedio alla debolezza delle norme contenute nel testo originario dell'articolo 41 della legge finanziaria per il 2002, derivante dall'assenza di una sanzione in caso di inadempimento da parte degli enti destinatari delle stesse. A questo scopo il comma 737 aggiungeva all'articolo 41 due nuovi commi: il comma 2-bis e il comma 2-ter.

Il comma 2-bis stabiliva che gli enti contraenti al momento della chiusura delle singole operazioni e prima della sottoscrizione dei contratti stessi, dovevano essere in possesso di tutta la documentazione contrattuale relativa a ciascuna transazione e trasmetterla al Dipartimento del Tesoro. Tale trasmissione era elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti.

Il comma 2-ter trasformava in obbligo la facoltà — già esistente in capo al Ministero — di notificare alla Corte dei Conti le operazioni poste in essere in violazione della normativa vigente, per l'adozione dei provvedimenti di competenza della magistratura contabile.

Legge finanziaria per il 2008 (articolo 1, commi da 381 a 384). Nel 2008 è emanata una nuova serie di interventi legislativi, con una funzione di “*fine tuning*” normativo, il cui scopo è stato quello di promuovere una maggiore trasparenza sulle condizioni ed una maggiore consapevolezza sugli effetti dei contratti derivati sul debito sottostante. Il primo tentativo in tal senso è stato quello compiuto dalla legge finanziaria per il 2008 (articolo 1, commi da 381 a 384, della legge 24 dicembre 2007, n. 244), con il quale è stato introdotto un generale obbligo di trasparenza nella stipula dei contratti di strumenti finanziari derivati e di consapevolezza circa le loro possibili conseguenze sul bilancio degli enti.

I contratti di strumenti finanziari derivati, sottoscritti da regioni ed enti locali, dovevano essere informati alla massima trasparenza (comma 381).

Era previsto l'obbligo, in capo alle parti contraenti, di integrare i contratti con una documentazione contenente una serie di informazioni — da definirsi in sede di successiva regolamentazione — sulle condizioni finanziarie vigenti al momento della stipula (comma 382).

Gli enti erano tenuti ad attestare la propria conoscenza delle caratteristiche e dei rischi delle operazioni concretamente poste in essere e a quantificare, in una apposita nota allegata al bilancio, gli oneri e gli impegni derivanti dai contratti (comma 383).

Ai commi 382 e 383 veniva fornita una protezione sanzionatoria consistente nella nullità dei contratti in caso di violazione (comma 384).

La logica sottostante a queste disposizioni è piuttosto evidente: l'utilizzo degli strumenti derivati doveva essere parte di una consapevole strategia di gestione del debito delle amministrazioni. Per poter decidere lucidamente sulla opportunità di concludere o meno un contratto, un amministratore pubblico doveva avere una visione chiara e precisa dello strumento derivato che intendeva adottare: delle sue caratteristiche, dei rischi connessi con l'influenza che i parametri di mercato hanno sulle componenti del prodotto stesso, dei suoi effetti sulle posizioni di debito e sul bilancio in generale. La stessa consapevolezza doveva essere mantenuta nel corso della vita del contratto, al fine di verificare l'efficacia della strategia in base alle mutate condizioni di mercato.

Divieto provvisorio in tema di operatività in derivati (art. 62 del D.L. 112/2008).

Nel corso del 2008, il contenuto normativo dei comma da 381 a 384 della legge finanziaria per il 2008 è stato ripreso, ampliato ed armonizzato, con una serie di

norme sul debito degli enti territoriali, ed il nuovo testo è confluito nell'articolo 62 del decreto-legge 25 giugno 2008 n. 112, rubricato "Contenimento dell'uso degli strumenti derivati e dell'indebitamento delle regioni e degli enti locali".

Il testo originario dell'articolo 62 emendava l'ordinamento in materia di indebitamento degli enti, abrogando la norma che consentiva l'emissione di titoli con rimborso unico alla scadenza per tornare alla preesistente situazione in cui anche per le emissioni obbligazionarie era obbligatorio il piano di ammortamento di capitale ed interessi e limitando la durata massima dei piani di ammortamento (sia di emissioni che di altri strumenti di debito) a trenta anni. Bloccava temporaneamente la stipula di nuovi contratti di strumenti finanziari derivati, in attesa della nuova regolamentazione che definisse le tipologie delle operazioni ammesse per la gestione del debito degli enti territoriali, nonché i criteri e le condizioni per la loro conclusione. Il blocco, in pendenza del regolamento di attuazione, era comunque operativo per un anno a decorrere dalla data di entrata in vigore del decreto-legge (25 giugno 2008).

In sede di conversione, ad agosto 2008, il testo dell'articolo 62 è stato revisionato e riorganizzato, prevalentemente dal punto di vista lessicale, con una disposizione più articolata delle norme contenute nei vari commi. L'innovazione di rilievo, rispetto al testo predisposto dal Governo, è stata l'integrazione dell'elenco di operazioni che costituiscono indebitamento ai sensi dell'articolo 3, comma 17, della legge n. 350/2003 (legge finanziaria 2004) cui sono stati aggiunti i premi incassati al momento del perfezionamento delle operazioni derivate (cosiddetto "upfront").

Infine, l'ultima modifica al testo dell'articolo 62 è stata messa a punto dall'articolo 3 della legge 23 dicembre 2008, n. 203, (legge finanziaria per il 2009) il cui testo è caratterizzato da un'articolazione più fluida e chiara delle norme, anche in virtù del fatto che sono stati separati i commi contenenti disposizioni sull'indebitamento, di carattere permanente, da quelli che regolano l'attività in strumenti derivati.

Sotto un profilo squisitamente contenutistico, l'articolo 62, nel testo modificato dalla legge finanziaria per il 2009, confermava il blocco dell'operatività in derivati, già disposto con il testo originario del decreto legge, per il periodo minimo di un anno, consentendo però — a differenza della precedente versione — di ristrutturare preesistenti derivati che, per effetto di variazioni intervenute nella passività sottostante, non rappresentavano più efficaci operazioni di copertura. La norma stabiliva inoltre — recuperando ed ampliando il contenuto dei commi 381 e seguenti della legge finanziaria per il 2008 — che, pena la nullità del contratto, le operazioni in derivati, stipulate successivamente alla sua entrata in vigore, dovevano prevedere una specifica informativa all'interno del contratto, nonché l'attestazione da parte dell'amministratore pubblico di avere acquisito una piena comprensione della natura dello strumento e dei suoi effetti sul bilancio. La nullità del contratto poteva essere fatta valere esclusivamente dagli enti.

Veniva prevista anche la trasmissione mensile ai competenti uffici della Corte dei Conti, a cura del Dipartimento del Tesoro, di tutta la documentazione pervenuta a partire dal 1° gennaio 2009, ed avente ad oggetto i contratti derivati di enti territoriali.

Schema di regolamento previsto dall'articolo 62 del decreto-legge n. 112 del 2008. L'articolo 62 del decreto-legge n. 112 del 2008 demandava ad uno o più regolamenti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, da adottarsi sentite la Banca d'Italia e la Consob, il compito di individuare le tipologie di contratti derivati che gli enti potevano concludere, in modo da consentire al legislatore di operare una riflessione rispetto alle indicazioni fornite nel 2003 con il DM n. 389.

Nei primi mesi del 2009 è stato quindi istituito un gruppo di lavoro congiunto tra Dipartimento del Tesoro, Banca d'Italia e Consob per l'elaborazione di una bozza di decreto avente natura regolamentare, finalizzato a definire il set informativo per garantire adeguata trasparenza alla specifica contrattualistica. In tale ambito, si è subito evidenziato un diverso approccio tecnico all'argomento: l'uno più in linea con

le modalità di analisi tipiche degli operatori del mercato finanziario (Tesoro), l'altro più attento alle problematiche delle autorità di vigilanza (Consob e Banca d'Italia).

Con lo scopo di approfondire tali aspetti e di ricevere indicazioni dai principali fruitori della futura normativa, il 22 settembre 2009 è stata posta in consultazione pubblica, sul sito del Tesoro, una prima bozza del regolamento. Tale bozza si basava sostanzialmente sulla metodologia "probabilistica" elaborata dall'ufficio studi Consob e condivisa dalla Banca d'Italia. Su tale approccio probabilistico hanno espresso i propri rilievi critici l'ANCI, l'UPI, il Centro Servizi Finanza e Investimenti Enti Locali dell'Emilia Romagna e associazioni di categoria di consulenti indipendenti, oltre che la Cassa Depositi e Prestiti e l'Associazione Bancaria Italiana. Le principali osservazioni critiche riguardavano:

- l'eccessiva dipendenza dalle condizioni iniziali di mercato degli scenari previsivi su cui si fondava l'impostazione probabilistica;
- il fatto che la metodologia probabilistica produceva come *output* unicamente una tabella di probabilità di performance dello *swap* a scadenza, sottostimando gli effetti durante la vita del medesimo;
- l'assenza di indicazioni sull'evoluzione annuale dei pagamenti dei flussi di pagamento, di grande interesse per gli amministratori locali.

A fine 2009, sulla base delle critiche pervenute, si è avviata un'attività di revisione della bozza di regolamento, tenendo conto delle osservazioni pervenute nella consultazione pubblica.

Il 22 marzo 2011 il Tesoro ha presentato a Banca d'Italia e Consob una nuova versione del regolamento, che, ai fini dell'informativa sui rischi, adottava un approccio metodologico basato sull'analisi di sensitività, in sostituzione di quello precedente basato sugli scenari di probabilità, tenendo conto delle osservazioni pervenute in sede di consultazione.

Il 14 aprile 2011 la Banca d'Italia ha inviato al Tesoro i propri commenti all'ultima versione del regolamento, evidenziando che “sarebbe opportuno affiancare allo schema di sensitività uno schema – anche semplificato – di tipo probabilistico, che si continua a ritenere indispensabile strumento decisionale per l'ente”.

Il 4 maggio 2011 anche la Consob ha trasmesso al Tesoro i propri commenti all'ultima versione del regolamento, sottolineando che “posto che si tratta di atti regolamentari di competenza del Ministero dell'economia e delle finanze, in merito alla sostituzione degli indicatori di natura probabilistica con indicatori di sensitività si prende atto della scelta operata, ricordando le considerazioni svolte dalla Commissione in occasione dell'emanazione della prima bozza di regolamento.”

Il tentativo di includere entrambe le metodologie nel testo del decreto si è però rivelato, nei fatti, proibitivo, in quanto le tecnicità, già molto pronunciate, si sarebbero ulteriormente complicate, rendendo la norma troppo difficile da interpretare da parte degli amministratori.

Si è venuta così a generare una sostanziale situazione di *impasse* normativa. Tuttavia, proprio in conseguenza del blocco alla stipula di nuove operazioni derivate, si è assistito a partire dalla seconda metà del 2008 a un considerevole contenimento di tale operatività da parte degli enti territoriali. Ciò è avvenuto non solo grazie al naturale scadere di molti contratti, ma anche e soprattutto per effetto delle continue estinzioni anticipate delle posizioni aventi scadenza nel medio-lungo termine.

Divieto definitivo (art. 1, comma 572, della legge di stabilità per il 2014). La scelta di inibire definitivamente l'operatività in derivati degli enti territoriali, consentendo in pratica la sola estinzione anticipata delle posizioni già in essere, è stata compiuta in occasione della predisposizione della legge di stabilità per il 2014 (articolo 1, comma 572, della legge 147 del 2013).

Nello specifico, con l'intervento normativo in parola, è stato abrogato il comma 3 dell'articolo 62 del decreto-legge 112 del 2008 che affidava al Ministro dell'economia e delle finanze il compito di emanare - sentite la Banca d'Italia e la Consob - uno o più regolamenti per individuare le tipologie ammesse di contratti derivati, nonché le componenti derivate, implicite o esplicite, contenute nei contratti di finanziamento.

Nella sua attuale formulazione, l'articolo 62 del decreto-legge 112 del 2008 vieta alle amministrazioni territoriali di stipulare nuovi contratti derivati, di rinegoziare quelli esistenti e di sottoscrivere contratti di finanziamento che includono componenti derivate. La norma prevede inoltre una serie di deroghe al divieto, finalizzate a concedere alle amministrazioni territoriali la possibilità di gestire le posizioni esistenti. In particolare dal blocco sono esclusi: le estinzioni anticipate totali dei contratti derivati; le riassegnazioni dei medesimi contratti a controparti diverse dalle originarie (cosiddette "novazioni soggettive") senza che vengano modificati i termini e le condizioni finanziarie dei contratti riassegnati; la possibilità di ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività sottostante, esclusivamente nella forma di operazioni prive di componenti opzionali e volte alla trasformazione da tasso fisso a variabile o viceversa e con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura; il perfezionamento di contratti di finanziamento che includono l'acquisto di cap da parte dell'ente.

Dal divieto è altresì esclusa la facoltà per gli enti di procedere alla cancellazione, dai contratti esistenti, di eventuali clausole per la risoluzione anticipata del derivato (cosiddetta "*early termination*"), nonché la facoltà per gli enti di procedere alla cancellazione, dai contratti esistenti, di eventuali componenti opzionali.

Alle amministrazioni territoriali viene fatto divieto anche di emettere titoli obbligazionari o altre passività in valuta estera, al fine di evitare che siano tenute a coprirsi dal rischio di cambio attraverso la stipula di *swap* di valuta.

Ristrutturazione del debito delle Regioni (art. 45 del DL 66/2014). Il 24 aprile 2014 è entrato in vigore il decreto-legge 24 aprile 2014, n. 66, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 giugno 2014, n. 89, concernente misure urgenti per la competitività e la giustizia sociale, il cui articolo 45 prevede la possibilità per le regioni di procedere alla ristrutturazione di parte del loro debito al fine di ridurre la rata annuale che esse destinano al servizio di tale debito.

In particolare, il comma 1 dell'articolo 45 autorizza il Ministero dell'Economia e delle Finanze ad effettuare la ristrutturazione dei mutui contratti dalle regioni ed aventi come controparte il MEF, nonché i mutui gestiti dalla Cassa Depositi e Prestiti per conto del MEF, che al 31 dicembre 2013 presentino vita residua pari o superiore a 5 anni e debito residuo superiore a 20 milioni di euro.

Il comma 2 del medesimo articolo 45 stabilisce che le regioni possono riacquistare i titoli obbligazionari da esse emessi che al 31 dicembre 2013 presentino vita residua pari o superiore a 5 anni e valore nominale pari o superiore a 250 milioni di euro.

Con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 10 luglio 2014 (pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 160 del 12 luglio) sono state individuate le operazioni di indebitamento (mutui e titoli obbligazionari) ammesse alla ristrutturazione, sulla scorta delle richieste pervenute al Dipartimento del Tesoro da parte di nove regioni: Abruzzo, Campania, Lazio, Liguria, Lombardia, Marche, Piemonte, Puglia e Sicilia.

Il comma 13 dell'articolo 45 dispone che, qualora i titoli oggetto di riacquisto o i mutui oggetto di rinegoziazione rappresentino il sottostante di operazioni in strumenti derivati, le regioni sono obbligate alla contestuale estinzione anticipata degli stessi.

Dati sul fenomeno.

Il quadro normativo sopra delineato interviene su un fenomeno, quello dei derivati delle amministrazioni territoriali, che già da qualche anno si contraddistingue per un notevole ridimensionamento, così come si evince dai dati di sintesi elaborati sulla base del monitoraggio effettuato dal Dipartimento del Tesoro e contenuti nelle tre tabelle allegate.

In base alla documentazione trasmessa dagli enti interessati, alla data del 31 dicembre 2014 risultano censiti 433 contratti derivati detenuti da 216 enti, per un nozionale iniziale (al momento della stipula) di circa 24,767 miliardi di euro.

Circa il 61% del nozionale complessivo oggetto di operazioni derivate risulta essere stipulato con controparti estere, mentre il restante 39% si riferisce ad operazioni con banche italiane o filiazioni italiane di intermediari esteri (soggette comunque a normativa di vigilanza nazionale).

Se si analizza il fenomeno dal punto di vista delle categorie di enti in possesso di strumenti derivati, le regioni si caratterizzano come i soggetti più rilevanti con circa 14,915 miliardi complessivamente stipulati (60% del nozionale complessivo), a dimostrazione che la gran parte delle grandezze censite si riferisce ad un ristretto numero di enti. Seguono poi 30 comuni capoluogo con 5,988 miliardi (24% del nozionale), 32 province con 2,415 miliardi (10%), 137 comuni non capoluogo con 1,449 miliardi (6%).

Infine, dai dati raccolti emerge che anche nel 2014 prosegue la tendenza alla cancellazione delle operazioni derivate, in quanto nell'anno appena trascorso sono stati estinti 16 contratti per un nozionale complessivo di 1,253 miliardi, a cui vanno aggiunti 20 contratti giunti a scadenza naturale con un nozionale di circa 245,6 milioni. Più in generale, si segnala che dal 2008, da quando cioè è stato introdotto per regioni ed enti locali il divieto di sottoscrivere strumenti finanziari derivati, risultano scaduti o estinti anticipatamente 947 contratti di *swap* con un nozionale iniziale

complessivamente cancellato di circa 16,2 miliardi. Tale riduzione dell'attività in derivati delle amministrazioni territoriali è evidenziata anche dalla serie storica ricostruita dal 1997 ad oggi, dove si evince che la massima dimensione del fenomeno è stata raggiunta nel 2007 con 798 enti interessati e 1.333 contratti. Dopo quell'anno si osserva una costante diminuzione in termini di numerosità sia degli enti che dei contratti.

ALLEGATO

Controparti del Tesoro in strumenti derivati

31/12/2014				
CONTROPARTE	Moody's	S&P	Fitch	DBRS
BANCA IMI S.P.A.	Baa2	BBB-	BBB+	NR
BANK OF AMERICA N.A.	A2	A	A	A
BARCLAYS BANK PLC	A2	A	A	AAlow
BNP PARIBAS S.A.	A1	A+	A+	NR
CITIBANK N.A.-LONDON	A2	NR	NR	NR
CREDIT SUISSE INTERNATIONAL.	A1	A	A	WR
DEUTSCHE BANK AG	A3	A	A+	NR
DEXIA CREDIOP S.P.A.	B2	BBB-	BBB	NR
FMS WERTMANAGEMENT ANSTALT DES	Aaa	AAA	AAA	NR
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	A2	A	A	NR
HSBC BANK PLC	Aa3	AA-	AA-	NR
ING BANK N.V.	A2	A	A+	AAlow
JP MORGAN SECURITIES PLC.	Aa3	A+	NR	NR
MORGAN STANLEY AND CO.INT.PLC	A3	A	NR	NR
NOMURA INTERNATIONAL PLC	NR	A-	NR	NR
SOCIETE GENERALE	A2	A	A	AAlow
THE ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC	Baa1	A-	A	Alow
UBS LIMITED	A2	A	A	NR
UNICREDIT BANK AG	Baa1	A-	A+	NR

€ 4,00



17STC0008660