

COMMISSIONE VI
FINANZE

RESOCONTO STENOGRAFICO

INDAGINE CONOSCITIVA

11.

SEDUTA DI LUNEDÌ 15 GIUGNO 2015

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **DANIELE CAPEZZONE**

INDICE

	PAG.		PAG.
Sulla pubblicità dei lavori:		Barbanti Sebastiano (Misto-AL)	12
Capezzone Daniele, <i>Presidente</i>	3	Causi Marco (PD)	13
INDAGINE CONOSCITIVA SULLE TEMATICHE RELATIVE AGLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		Ruocco Carla (M5S)	11
Audizione dei rappresentanti della Banca d'Italia:		Signorini Luigi Federico, <i>Vice Direttore generale della Banca d'Italia</i>	3, 14, 15
Capezzone Daniele, <i>presidente</i> .	3, 11, 13, 15, 16	Villarosa Alessio Mattia (M5S)	12
		<i>ALLEGATO: Documentazione depositata dal dottor Signorini</i>	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 - Lega dei Popoli - Noi con Salvini: (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 14.10.

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 dei rappresentanti
della Banca d'Italia.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle tematiche relative agli strumenti finanziari derivati, l'audizione dei rappresentanti della Banca d'Italia. Abbiamo il piacere di avere con noi una rappresentanza della Banca d'Italia guidata dal Vice Direttore generale, dottor Luigi Federico Signorini, che saluto insieme agli altri ospiti.

Questa sarà la penultima audizione nell'ambito di questa indagine conoscitiva, entriamo quindi nella fase quasi conclusiva: abbiamo l'appuntamento di oggi e poi quello previsto per il prossimo 25 giugno con il Direttore generale del Tesoro, il dottor La Via.

Lascio la parola al Vice Direttore Signorini, al quale chiedo di offrirci una visione sintetica della posizione della Banca d'Italia su questi strumenti finanziari per poi, eventualmente, rendersi disponibile a una breve interlocuzione con i membri della Commissione.

LUIGI FEDERICO SIGNORINI, *Vice Direttore generale della Banca d'Italia*. Grazie, presidente, per avermi invitato a questa audizione.

Dopo un inquadramento generale del fenomeno, vorrei parlare del tema dei derivati dal punto di vista del sistema bancario, in relazione alle responsabilità prudenziali della Banca d'Italia, e dal punto di vista delle amministrazioni pubbliche.

La prima parte della relazione che vi è stata consegnata contiene una serie di definizioni e di informazioni quantitative. Se mi consente, presidente, per ragioni di tempo eviterei di leggere questa parte più didascalica; vorrei soltanto sottolineare che, come ai presenti sarà senz'altro noto, la quantificazione del fenomeno dei derivati è qualcosa di abbastanza complesso, che può dar luogo a equivoci.

Le grandezze a cui si fa comunemente riferimento sono due. La prima è il valore nozionale, cioè il parametro di riferimento per il calcolo dei flussi di pagamento. Se si tratta di uno *swap* su tassi di interesse, questi tassi di interesse sono riferiti a un ammontare nozionale rispetto al quale il tasso, rispettivamente fisso o variabile, viene calcolato. Ciò fornisce una misura del volume delle negoziazioni che ha il vantaggio di essere tendenzialmente prefissata per la durata del contratto; essa però non rappresenta direttamente né l'esposizione, né il rischio di ciascuna parte; più precisamente, le perdite e i guadagni che una parte di un contratto derivato può conseguire sono normalmente una frazione (anche modesta) del valore nozionale.

Il secondo concetto a cui si fa riferimento è il valore di mercato. Nel momento in cui il contratto si chiude, si realizza una

perdita per una parte e un guadagno per un'altra: questo è il valore di mercato alla chiusura del contratto. In qualsiasi momento, dal momento dell'apertura al momento della chiusura del contratto, è possibile calcolare il valore di mercato del contratto derivato, che rappresenta in quel momento la perdita o il guadagno potenziale che si determinerebbe per il contraente se, ipoteticamente, il contratto fosse chiuso alla data della rilevazione. Il valore di mercato ovviamente dipende dall'andamento nel corso del tempo della variabile a cui il derivato è collegato. Nella maggior parte dei casi, all'inizio del contratto, esso è uguale a zero, ma poi varia nel tempo nell'entità e anche nel segno.

Secondo una rilevazione della Banca dei Regolamenti Internazionali sul mercato dei derivati *over the counter*, dove si svolge la maggior parte delle contrattazioni, delle maggiori banche dei tredici Paesi sviluppati, a fine 2014 il valore nozionale dei contratti era di circa 520.000 miliardi di euro, otto volte il PIL mondiale.

Questa cifra così grande deve essere naturalmente interpretata alla luce di quello che vi ho appena detto, ossia che si tratta in questo caso di un valore di riferimento, che non rappresenta né l'esposizione, né il rischio delle parti.

Il mercato dei derivati è complessivamente cresciuto, rispetto al 2008, del 21 per cento. Il valore di mercato lordo, l'altro concetto a cui facevo riferimento, pari alla somma del valore assoluto di tutti i contratti derivati, sia positivo sia negativo, ammontava a circa 17.000 miliardi di euro; esso si è molto ridotto rispetto al 2008, quando ammontava a 25.000 miliardi.

Passo ora ad occuparmi brevemente del sistema regolamentare. I derivati costituiscono uno strumento utile per redistribuire il rischio e possono facilitare il funzionamento dei mercati finanziari; però possono essere anche molto rischiosi e perciò sono assoggettati a regole e controlli specifici.

La sottoscrizione di un contratto derivato consente in primo luogo di amplificare la leva finanziaria e comporta l'as-

sunzione di diversi tipi di rischio: oltre al rischio di un'evoluzione sfavorevole delle variabili di mercato alle quali il derivato è collegato (tassi d'interesse, cambi o quant'altro, posto che la varietà dei derivati scambiati sul mercato è molto ampia), vi sono ulteriori rischi, quali il cosiddetto « rischio di controparte », cioè l'eventualità che la parte debitrice sia inadempiente, il rischio di potenziali errori umani, quello di disfunzioni dei sistemi interni di controllo e altro ancora.

La complessità di questi contratti rende più importante questo tipo di rischi, che sono presenti per qualsiasi attività finanziaria (anzi per qualsiasi attività *tout-court*).

L'innovazione finanziaria ha generato una crescente varietà e complessità di contratti derivati. Talune transazioni possono combinare più contratti derivati sottostanti, aumentando le difficoltà di valutazione. Se chi sottoscrive un contratto derivato non ha conoscenze e strumenti adeguati per la gestione di queste esposizioni, l'assunzione dei rischi, anche di notevole entità, può essere inconsapevole; a volte essa può essere causata dalla prospettiva del raggiungimento di profitti di breve periodo, rispetto a cui non si valutano adeguatamente i possibili impatti negativi che possono materializzarsi, a seconda dell'andamento delle variabili sottostanti, in una prospettiva più lunga.

La crisi finanziaria globale iniziata nel 2008 ha reso evidente l'importanza di tali rischi. Nell'ambito della riforma degli standard internazionali e delle norme europee si sono rafforzati i presidi patrimoniali e di liquidità delle banche e degli altri operatori a fronte dei contratti derivati, si sono favoriti la standardizzazione dei contratti e lo scambio sui mercati regolamentati (cioè non quelli *over the counter*, ma quelli in cui operano controparti centrali); si sono introdotte regole per assicurare comunque un'adeguata informativa sulle negoziazioni *over the counter*, per rafforzare la capacità di gestione dei rischi di questi strumenti e per proteggere gli investitori più deboli. Si tratta di un processo ancora in corso.

A livello internazionale, le riforme delle regole hanno affrontato le carenze dell'impianto prudenziale in vigore prima della crisi finanziaria globale. La crisi, originata anche dall'eccessivo utilizzo di prodotti finanziari complessi o opachi, ha reso evidente un concetto che mi è capitato di sottolineare in sede parlamentare altre volte, cioè che il sistema delle regole prudenziali di Basilea 2 si rifletteva in un minore assorbimento patrimoniale per le attività di natura finanziaria (tra cui i derivati), e in un trattamento comparativamente più severo per le esposizioni bancarie più tradizionali, in particolare quelle creditizie.

La sottovalutazione della rischiosità di alcuni strumenti finanziari con *rating* elevato, soprattutto dei prodotti strutturati, è stata uno degli elementi problematici del sistema di Basilea 2. L'impianto regolamentare, in particolare, faceva troppo affidamento sulla liquidità dei mercati e sui giudizi delle agenzie di *rating*, e si è rivelato non in grado di cogliere appieno i rischi legati a un forte, inatteso mutamento delle condizioni di fondo.

A livello europeo il quadro normativo è stato rafforzato con l'emanazione del Regolamento cosiddetto EMIR, le cui finalità principali sono di attenuare il rischio sistemico, proteggere i contraenti da abusi e migliorare la trasparenza dei mercati dei derivati.

In questo ambito, coerentemente con l'evoluzione di *standard* internazionali, una delle disposizioni più importanti del Regolamento EMIR consiste nell'obbligo di compensazione mediante controparte centrale dei derivati OTC (*over the counter*) cosiddetti «idonei», cioè di quelli che abbiano caratteristiche sufficientemente standardizzabili per poter esulare dall'ambito tipicamente bilaterale dei contratti OTC, giovandosi della concentrazione presso controparti centrali.

Nel nostro Paese l'applicazione della normativa europea e internazionale è stata accompagnata dal rafforzamento della disciplina dei controlli interni che la Banca d'Italia ha introdotto, avvalendosi dei poteri che la legge le conferisce, con l'obiet-

tivo di accrescere il coinvolgimento dei vertici aziendali e di favorire una visione integrata e trasversale dei rischi.

Sulla necessità di una visione integrata e trasversale dei rischi credo sia opportuno insistere. La crisi finanziaria ha infatti messo in evidenza che assetti di governo efficienti e funzioni di controllo autorevoli, attive e indipendenti sono importanti per evitare o limitare le perdite in situazioni di crisi.

In questo ambito, nel 2013, nella normativa prudenziale italiana è stato profondamente rivisto e potenziato il ruolo del *risk manager*, che ora svolge compiti di ausilio all'organo con funzioni di supervisione strategica nella definizione e nel perseguimento degli obiettivi di rischio.

Alla Banca d'Italia sono affidati i controlli prudenziali di stabilità, mentre la Consob è competente, in via esclusiva, per le attività di controllo sulla trasparenza dei prodotti finanziari e sulla correttezza dei comportamenti.

Come sapete, i controlli di trasparenza e correttezza sono distinti per tipo di prodotti. Per i prodotti più strettamente bancari alla Banca d'Italia sono affidate anche le competenze in materia di trasparenza e correttezza, mentre per i prodotti «di mercato» questi compiti fanno capo alla Consob.

Ciò non significa che la Banca d'Italia possa disinteressarsene, anche nella sua veste di autorità di vigilanza prudenziale, perché la correttezza e la trasparenza, oltre a essere una tutela nei confronti del contraente, sono anche un'importante componente della conduzione prudente di un intermediario finanziario. Sotto il profilo dei rischi di reputazione e dei rischi legali che un intermediario corre è importante quindi che l'organizzazione dell'intermediario sia tale da evitare il rischio di adottare comportamenti non corretti.

In Italia il valore nozionale dei contratti derivati è significativamente inferiore, in rapporto al PIL, alla media globale — essendo pari a quattro volte il prodotto, rispetto alle otto a livello globale — e si è ridotto di circa un quarto tra la fine del 2008 e la fine del 2014, anche in

questo caso con un andamento diverso rispetto a quello globale che ho appena menzionato.

La flessione è stata più marcata nell'attività con non residenti, che tuttavia continua a rappresentare circa i due terzi del totale. Considerando il valore nozionale dei contratti stipulati con residenti, oltre il 90 per cento è attribuibile a transazioni tra controparti finanziarie, in cui, in altre parole, dall'una e dall'altra parte del contratto ci sono istituzioni finanziarie.

La diffusione dei derivati è minore nel settore non finanziario, dove questi strumenti vengono normalmente utilizzati per la gestione del rischio di tasso di interesse. Le imprese, le amministrazioni pubbliche e le famiglie rappresentano rispettivamente il 6, l'1 e lo 0,4 per cento del valore nozionale complessivo. Tra il 2008 e il 2014 il volume delle transazioni rivolte a tali settori, cioè quelli non finanziari, si è ridotto di più rispetto a quello con le istituzioni finanziarie residenti.

Dal momento che gli intermediari italiani, specializzati per lo più nell'attività di banca commerciale (raccolta di depositi e impiego creditizio) hanno un'attività in derivati relativamente modesta nel confronto con gli altri Paesi più sviluppati, le risorse patrimoniali che le nostre banche devono detenere sulla base delle regole prudenziali a presidio di tali esposizioni sono contenute rispetto ad altri Paesi.

La vendita al dettaglio di derivati a imprese, famiglie, enti pubblici è limitata a pochi intermediari: i primi cinque gruppi attivi nel comparto detengono il 90 per cento della quota di mercato.

Le banche acquistano per proprio conto derivati con finalità prevalentemente assicurativa, ossia per coprirsi dal rischio che andamenti avversi dei mercati possano influire negativamente sul valore del patrimonio. Questa attività viene svolta di regola con controparti finanziarie, è molto più diffusa per le banche italiane rispetto alla vendita di derivati alla clientela e coinvolge intermediari caratterizzati da dimensione e complessità diverse, sia banche grandi sia piccole. Si basa prevalentemente

sulla negoziazione di prodotti standardizzati e di facile valutazione: ad esempio *interest rate swap* per la gestione del rischio di tasso di interesse, un rischio particolarmente importante per le banche (nella relazione scritta che è stata consegnata alla Commissione si trova un paragrafo nel quale spiego questi aspetti con maggiore dettaglio), specie con riferimento ai depositi.

La negoziazione da parte delle banche di derivati con finalità speculative, cioè allo scopo di trarre profitto scommettendo sull'andamento delle variabili sottostanti, si è ulteriormente ridotta dopo la crisi.

Per la vigilanza sull'operatività in derivati, la Banca d'Italia si è sempre avvalsa, come per altri profili di rischio, di controlli sia a distanza sia ispettivi, con l'obiettivo di valutare la capacità degli intermediari di gestire i rischi posti da questi strumenti, tenendo conto del modello operativo di ciascun intermediario. Le verifiche sull'adeguatezza dei sistemi di governo aziendale e dei controlli interni si ispirano a un principio molto semplice: la robustezza dei processi, la qualità delle risorse, la capacità di calcolo degli stessi sistemi informatici devono essere proporzionali all'entità dei rischi assunti.

Dal 4 novembre del 2014 i controlli sulle banche maggiori, le cosiddette banche *significant*, sono responsabilità del Meccanismo di vigilanza unico (normalmente citato con l'acronimo inglese SSM (*Single Supervisory Mechanism*)), che fa perno sulla Banca centrale europea e prevede un'azione coordinata fra BCE e autorità nazionali nei cosiddetti *Joint Supervisory Teams*.

Prima dell'avvio dell'SSM, la Banca centrale europea, come è ben noto, ha condotto insieme alle autorità nazionali un esercizio di valutazione approfondito (*Comprehensive Assessment*) sulle maggiori banche dei Paesi dell'euro; in Italia vi hanno preso parte i quindici gruppi maggiori. L'esercizio, pur valutando principalmente l'esposizione delle banche ai più tradizionali rischi creditizi, ha comunque preso in considerazione, per gli strumenti più rilevanti, anche la gestione e il con-

trollo dell'operatività in derivati, nonché l'adeguatezza delle rettifiche di valore e delle relative rettifiche a fronte del rischio di controparte.

Questa analisi ha confermato la bassa esposizione al rischio in derivati delle banche italiane; inoltre, le correzioni di valutazione necessarie in relazione a tale attività sono risultate inferiori a quelle degli altri intermediari europei. Non sono emerse in quest'opera di verifica significative criticità nei processi di gestione dei relativi rischi di mercato, né in quelle di valutazione dei prodotti illiquidi.

Nell'azione ordinaria di vigilanza si prendono in considerazione principalmente i rischi di mercato e di controparte e la robustezza dell'impianto di gestione dei rischi. Tali controlli hanno di norma luogo nell'ambito della valutazione annuale della situazione tecnica dell'intermediario. Approfondimenti specifici si hanno in caso di segnali di anomalie.

Se guardiamo ai risultati delle ispezioni condotte negli ultimi anni, di nuovo si osserva una diminuzione dei rischi assunti in proprio dalle banche italiane, un rafforzamento dei sistemi di controllo, una riduzione degli investimenti diretti in derivati creditizi e prodotti di credito strutturato, divenuti tra l'altro poco convenienti a causa di un assorbimento patrimoniale ora molto elevato. Si è accentuata la prevalenza dei prodotti meno complessi, i cosiddetti derivati «*plain vanilla*», che possono essere valutati in base a parametri oggettivi anche in situazione di scarsa liquidità dei mercati. I derivati sottoscritti in proprio sono finalizzati soprattutto alla gestione del rischio di tasso d'interesse.

L'entrata in vigore della normativa europea EMIR ha indotto un significativo mutamento delle modalità di vendita dei derivati e della gestione dei rischi di controparte. L'introduzione dei nuovi obblighi normativi è graduale, ma il processo di adeguamento delle banche italiane, soprattutto delle maggiori, è già a buon punto.

In conclusione, e fermo restando che un'attenta gestione del rischio è sempre essenziale, nel confronto internazionale

l'operatività in derivati comporta rischi di instabilità per il sistema finanziario italiano nel complesso limitati. L'attuale contesto, caratterizzato da tassi d'interesse e rendimenti contenuti, richiede però attenzione alla specificità dei rischi oggi prevalenti. La vigilanza ha sollecitato — dove necessario — le banche a gestire correttamente il rischio di tasso d'interesse e a evitare l'utilizzo dei derivati per realizzare profitti di breve periodo o arbitraggi regolamentari.

Come dicevo, data la complessità degli strumenti, è essenziale anche la massima correttezza e trasparenza nei confronti della clientela. I clienti, se non sufficientemente edotti delle caratteristiche dei contratti, possono assumere rischi inconsapevolmente o in una forma inadatta alla loro attività e alle loro esigenze. Le banche, se vendono prodotti opachi in modo non appropriato, mettono in pericolo la propria reputazione e corrono rischi legali.

Nei controlli di vigilanza verifichiamo che ruolo si attribuisce nei piani strategici delle banche all'attività di distribuzione alla clientela di prodotti finanziari, inclusi i derivati, quale elemento di diversificazione dei ricavi e, nel caso in cui l'organo con funzione di indirizzo strategico decida di rafforzare la presenza della banca in questo segmento, viene verificata la rispondenza dei sistemi di controllo al nuovo modello di *business* proposto ed eventualmente richieste azioni correttive.

Approfondimenti di vigilanza vengono attivati in particolare se vi sono molti esposti della clientela della banca riferiti alla medesima fattispecie.

Dove abbiamo riscontrato carenze non sono mancate sanzioni per i profili che ci riguardano direttamente che, come ripeto, concernono essenzialmente il presidio del rischio di reputazione e del rischio legale.

Dal 2009 ad oggi abbiamo peraltro inoltrato alla Consob 25 segnalazioni concernenti carenze nel rispetto delle norme di trasparenza sull'operatività degli strumenti derivati, nella quasi totalità dei casi emerse nel corso di accertamenti ispettivi,

ed è stato fornito riscontro a 8 richieste di informazione formulate dalla Consob.

Vorrei concludere questa sezione dicendo che in questo campo, come e forse più che nell'attività finanziaria in generale, le regole di trasparenza e di correttezza, per quanto necessarie e indispensabili, da sole non bastano se il cliente non cerca a sua volta di agire in modo responsabile e consapevole, approfondendo i contratti, acquisendo le conoscenze adeguate alle operazioni che intende svolgere, rifiutando — cosa importantissima — ciò che non capisce. Regole e consapevolezza, se posso utilizzare questa immagine, sono come due ganasce in una tenaglia: non funzionano veramente se non agiscono insieme.

La crescita dell'alfabetizzazione finanziaria della clientela, specie tra le piccole e medie imprese, è molto importante, e questo spiega l'attenzione che la Banca d'Italia da qualche anno sta dedicando ai programmi di educazione finanziaria, anche in collaborazione con le scuole, e le attività di diffusione di conoscenza finanziaria in cui siamo impegnati. Le due ganasce della tenaglia devono agire insieme.

Passiamo alle amministrazioni pubbliche. Nell'ordinamento italiano non c'è un sistema unico di regole per l'utilizzo dei derivati da parte dei soggetti pubblici. Per le Amministrazioni locali sono stati previsti, a partire dal 2001, vincoli normativi progressivamente più stringenti, al fine di evitare l'assunzione di rischi eccessivi e l'utilizzo improprio di tali strumenti. Nel giugno del 2008 è stato loro temporaneamente vietata la stipula di nuovi contratti in attesa di una riforma organica; il divieto è stato reso definitivo, con poche eccezioni, dalla legge di stabilità per il 2014.

Per le Amministrazioni centrali, l'utilizzo dei derivati è disciplinato dal *Testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico*, il quale stabilisce che tra gli strumenti finanziari utilizzabili per la gestione del debito rientrano anche i contratti derivati, con l'esclusione di quelli creditizi, e rinvia a «decreti cornice», emanati ogni anno dal Ministro dell'economia e delle finanze, la definizione di obiettivi, limiti e modalità

operative alle quali il Tesoro deve attenersi nella gestione del debito pubblico, anche con riferimento all'impiego di strumenti derivati.

Le norme sull'utilizzo dei derivati contenute nei suddetti decreti sono rimaste relativamente stabili nel corso degli anni; ne faccio un breve riassunto nella relazione che vi ho consegnato.

È importante soffermarsi sulla classificazione statistica dell'attività in derivati delle amministrazioni pubbliche nel quadro della normativa statistica europea. In base alle regole statistiche europee, le attività o passività generate da operazioni in derivati sono registrate nei conti finanziari, in cui si trova il valore di mercato dei derivati alla data di riferimento, per esempio alla chiusura del trimestre.

Esse invece non sono incluse nella definizione di Maastricht del debito delle Amministrazioni pubbliche, a meno che il derivato non comprenda una componente assimilabile a un finanziamento; in quest'ultimo caso tale componente è registrata nella voce «prestiti», tanto nei conti finanziari, quanto nel debito ai sensi della definizione di Maastricht.

La Banca d'Italia pubblica trimestralmente, nel supplemento al Bollettino statistico «Conti finanziari», il valore di mercato del portafoglio derivati e i flussi generati dalle operazioni per ciascun sotto-settore delle amministrazioni pubbliche.

Per le Amministrazioni locali, a cui fa capo una quota abbastanza modesta dell'operatività in derivati complessiva della PA (modesta, naturalmente, in senso relativo), il valore di mercato è riferito solo alle operazioni concluse con intermediari operanti in Italia, le uniche su cui disponiamo di informazioni, tratte dalle segnalazioni di Vigilanza delle banche italiane.

Per le Amministrazioni centrali, a cui fa capo il grosso dell'operatività, i dati includono invece anche le passività in derivati con controparti estere, sulla base di dati forniti dal Ministero. Essi si riferiscono solo al Ministero dell'economia e delle finanze, ma gli altri enti, a quanto risulta, non effettuano tali operazioni.

La Banca d'Italia pubblica inoltre due volte l'anno dati di maggiore dettaglio sulle operazioni in derivati delle Amministrazioni locali con controparti residenti. Infine, di recente il MEF ha diffuso informazioni sul valore nozionale e di mercato per le principali tipologie di contratti derivati utilizzate dal Tesoro.

Dall'inizio della crisi finanziaria, sebbene le Amministrazioni pubbliche abbiano effettuato esborsi netti a favore delle controparti per oltre 20 miliardi di euro, i valori di mercato delle passività nette in derivati delle Amministrazioni pubbliche è sostanzialmente raddoppiato, raggiungendo 40,6 miliardi alla fine del 2014. Questo importo è pari al 2,5 per cento del PIL. L'incremento ha riflesso soprattutto l'andamento dei tassi di interesse.

Il valore di mercato delle passività delle Amministrazioni locali con controparti residenti ammonta a 1,3 miliardi di euro, cioè il 3,2 per cento del totale (quelle con controparti estere, come ho spiegato, non sono rilevate nei conti finanziari). Si può stimare con larga approssimazione che il loro ammontare complessivo sia nell'ordine dei 2 miliardi.

Come è stato rilevato nell'audizione del MEF di qualche mese fa, all'origine delle elevate passività in derivati del Tesoro e dei pagamenti netti effettuati c'è soprattutto la forte riduzione dei tassi d'interesse registrata negli ultimi anni. La strategia perseguita con i derivati mirava principalmente a proteggere i conti pubblici dal rischio di un rialzo dei tassi d'interesse. A tal fine il MEF ha spiegato come abbia stipulato contratti derivati con cui si è impegnato su archi temporali molto lunghi a pagare un tasso fisso predefinito in contropartita di un tasso variabile. Poiché nel frattempo i tassi di mercato sono scesi, il valore di mercato dei derivati è diventato negativo ed è cresciuto in valore assoluto. Ovviamente lo stesso andamento dei tassi ha contemporaneamente determinato un minore esborso per interessi da parte dello Stato.

Questa strategia emerge anche dalla composizione delle passività del portafoglio derivati del MEF. Circa l'80 per cento

riguarda infatti *interest rate swap* e la parte restante *swaption*, su cui mi intratterò brevemente in seguito.

Va rilevato che il tasso variabile di contropartita degli *interest rate swap*, in genere l'Euribor, è un tasso differente da quello dei titoli di Stato italiani. In altri termini lo Stato acquisisce protezione rispetto ad aumenti dei tassi a breve nell'area dell'euro, non rispetto a un rialzo dello *spread* tra il rendimento dell'emissione del debito pubblico italiano e i tassi a breve dell'area dell'euro. Per ovvi motivi i contratti non possono riferirsi al tasso d'interesse su cui una delle controparti (in questo caso, il Tesoro) ha una significativa influenza.

Il trattamento statistico degli strumenti finanziari derivati ai fini delle regole di bilancio dell'Unione europea è stato ridefinito nel 2014, in occasione del cambiamento degli standard statistici, con il passaggio dal cosiddetto sistema SEC 1995 al sistema SEC 2010.

I flussi generati dalle operazioni in derivati (esborsi o proventi netti) sono ora trattati come quelli determinati da altre operazioni finanziarie. Non hanno quindi impatto sulla spesa per interessi e sull'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, ma si riflettono, come in passato, sul debito pubblico.

È stata confermata l'esclusione dal debito pubblico nella definizione di Maastricht del valore di mercato delle passività in derivati. Se tuttavia un contratto di *swap* presenta, già alla nascita, un valore di mercato negativo per il settore pubblico, tale importo deve essere classificato tra i prestiti e quindi va incluso nel debito.

Il nuovo manuale dell'Eurostat ha inoltre chiarito il trattamento di alcune specifiche fattispecie, in particolare operazioni di ristrutturazione dei contratti in essere e *swap* risultanti dall'esercizio di *swaption*. Queste precisazioni tendono ad anticipare l'emersione nel debito pubblico dell'effetto delle operazioni in derivati.

Nelle statistiche sul debito pubblico dell'Italia compilate dalla Banca d'Italia la componente di prestito legata a derivati era pari a 3,4 miliardi alla fine del 2014.

Questo importo include il valore di mercato (complessivamente 1,8 miliardi) di due *interest rate swap* risultanti dall'esercizio di altrettante *swaption* nell'ultimo trimestre del 2014. Quattro altre *swaption* sono state esercitate dalla controparte tra gennaio e febbraio nel 2015, determinando un aumento del debito pubblico per altri 3,3 miliardi.

Le *swaption* sono contratti in base ai quali una parte vende all'altra il diritto, ovvero l'opzione, di entrare in un contratto di *swap* a condizioni prefissate a (ovvero entro) una data futura. Questi contratti comportano un intreccio piuttosto complesso di assunzione di rischi e di copertura del rischio, di rapporti reciproci tra le parti contraenti. Nella fase iniziale la vendita di una *swaption* non fornisce al venditore protezione contro andamenti sfavorevoli delle variabili di mercato, bensì un provento immediato o, se inserita all'interno di un'altra transazione con la stessa controparte finanziaria, un miglioramento delle condizioni contrattuali.

Lo Stato, quale venditore, assume quindi inizialmente un rischio per il quale viene remunerato, senza che contemporaneamente emerga una corrispondente passività nel debito pubblico, per le regole che ho appena citato. Per la Repubblica italiana il rischio era quello di non beneficiare interamente di una forte riduzione dei tassi come quella che si è in effetti realizzata nel periodo più recente.

Successivamente, se entro la durata del contratto i tassi scendono tanto da rendere conveniente alla controparte l'esercizio dell'opzione, come in taluni casi è avvenuto, la passività allora emerge e a quel punto il tasso corrisposto dalla controparte diventa fisso per un periodo generalmente lungo. Inizia un contratto di *swap* puro e semplice: in questo senso il contratto assume da quel momento in poi una funzione assicurativa: il tasso non può più scendere, ma non può più neppure salire nel caso in cui la tendenza dei tassi torni a invertirsi.

Mi avvio a concludere.

La Banca d'Italia ha già sottolineato in passato come gli strumenti derivati pos-

sano contribuire al buon funzionamento dei mercati finanziari. Utilizzandoli in modo prudente, misurato e consapevole, gli operatori sono in grado, per mezzo di questi strumenti, di limitare e diversificare il rischio. Essi sono, però, anche fonte potenziale di instabilità, donde la necessità di regole che stabiliscano i presidi necessari e assicurino al mercato e alle autorità di vigilanza un'adeguata informazione sull'assunzione di rischi da parte degli operatori.

L'operatività in derivati delle banche italiane è relativamente limitata, se si guarda al confronto europeo e internazionale. La revisione delle regole prudenziali ha accresciuto i requisiti patrimoniali sui derivati, li ha introdotti nella definizione dei limiti alla leva finanziaria e ha stabilito requisiti specifici e più severi sull'operatività in prodotti derivati. Emerge anche, dalle analisi ispettive, un quadro nel complesso rassicurante per il nostro sistema bancario. Le aree che oggi richiedono maggiore attenzione sono l'esposizione al rischio di tasso e le modalità di interazione con la clientela che, se non improntate a piena correttezza e trasparenza, possono minare la reputazione degli intermediari.

A seguito dei miglioramenti realizzati negli ultimi anni, l'informazione statistica sul valore di mercato e sui flussi generati dai derivati delle Amministrazioni pubbliche italiane è ora sostanzialmente completa. Sfugge alla rilevazione — come ho detto più volte — il solo valore di mercato dei contratti delle Amministrazioni locali con controparti estere. Dovrebbe trattarsi, comunque, di un importo relativamente modesto rispetto alla dimensione della finanza pubblica nel suo complesso, destinato per di più a ridursi nei prossimi anni per effetto del sostanziale divieto di stipula di nuovi contratti.

Con riferimento alle Amministrazioni centrali, l'uso di strumenti derivati non può che far parte di un approccio integrato alla gestione dei rischi. Nella misura in cui vi è il necessario spazio di mercato, emettere a tasso fisso, per una durata adeguata e in euro consente oggi di pro-

teggersi dalle oscillazioni dei tassi di interesse e di cambio senza ricorrere a strumenti complessi, e in più consente di circoscrivere il rischio di rifinanziamento.

Alcuni arricchimenti del *set* informativo potrebbero aiutare a comunicare con efficacia al Parlamento, all'opinione pubblica e ai mercati, nel quadro della gestione complessiva del debito pubblico, le finalità delle politiche concretamente perseguite e i rischi connessi, gli effetti sul bilancio pubblico e i criteri di scelta delle controparti. Informazioni sul profilo atteso dei flussi nei prossimi anni e sulla sensibilità del valore di mercato a variazioni delle variabili finanziarie possono utilmente far parte di una politica di comunicazione regolare e trasparente.

È importante dedicare la massima attenzione alla funzione di controllo dei rischi. Alle banche la normativa e la migliore prassi impongono l'istituzione di specifiche funzioni aziendali incaricate del monitoraggio e della gestione dei rischi, distinte dalle funzioni che propongono e attuano le transazioni. Le funzioni di monitoraggio e controllo devono essere permanenti e indipendenti e dotate dell'autorità, delle risorse e delle competenze necessarie per lo svolgimento dei loro compiti. Per lo Stato, in assenza di esplicite previsioni normative in merito, nell'utilizzare, se necessario, questi strumenti, i progressi nella comunicazione a cui facevo riferimento saranno utilmente accompagnati dal rafforzamento e da una più chiara formalizzazione delle attribuzioni delle strutture esistenti, uniformandosi, per quanto possibile, alle migliori prassi delle istituzioni finanziarie e tenendo conto delle indicazioni dei principali organismi internazionali.

Gli oneri per le finanze pubbliche legate alle operazioni in derivati vanno valutati a fronte della funzione assicurativa svolta da tali operazioni e tenendo conto che esse sono frutto di scelte passate, in parte compiute in una situazione dei mercati finanziari completamente differente da quella attuale.

Alla luce dei cambiamenti nel contesto istituzionale ed economico occorsi negli

ultimi anni non si può che mirare a far fronte, con le migliori strutture tecniche e organizzative possibili, agli scenari oggi potenzialmente più rischiosi per le finanze pubbliche. Grazie.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Signorini.

Prima di dare la parola ai colleghi che desiderano intervenire, vorrei porre una domanda e una richiesta di chiarimento. Le vorrei chiedere una lettura del combinato disposto della nota 26 di pagina 15 e del secondo paragrafo di pagina 19.

Lei riporta cifre impressionanti: « dall'inizio della crisi finanziaria il valore di mercato delle passività nette in derivati per l'Italia è sostanzialmente raddoppiato, arrivando a 40 miliardi ». Nella nota si afferma che nel quindicennio precedente, invece, c'erano stati « proventi netti da operazioni in derivati per 12 miliardi » mentre, nel secondo paragrafo, a pagina 19, si suggerisce — in modo, a mio parere, molto opportuno — di affidarsi a strumenti più semplici, piuttosto che a strumenti eccessivamente complicati.

Le chiedo se sia stata proprio un'imprevedibilità dei tassi la causa della situazione attuale oppure se, a suo avviso, sia prudente per il futuro evitare strumenti in cui il ruolo del contraente pubblico risulta esposto a un'alea eccessiva che può arrecare danni molto gravi.

Do la parola ai colleghi che desiderano intervenire per porre quesiti o formulare osservazioni.

CARLA RUOCCO. Vorrei fare una domanda, partendo dall'accenno, riportato a pagina 18 della sua relazione, al fatto che, nell'ambito delle *swaption*, quando la controparte esercita l'opzione, come avvenuto in passato, la passività emerge.

Si sono verificati tali casi e sappiamo che, attualmente, sono vigenti contratti che, purtroppo, non abbiamo ancora potuto visionare. Posto che nella relazione si fa riferimento alla della gestione dei rischi e all'importanza che vi sia, all'interno del Ministero dell'economia, una struttura di monitoraggio dei i rischi, mi

domando se lei e la Banca d'Italia abbiate avuto modo di visionare questi contratti e se, in caso contrario, non ritenga importante visionarli.

SEBASTIANO BARBANTI. Vorrei porre due domande, una delle quali attiene alla situazione pubblica e l'altra alle banche. Con riferimento al settore pubblico, lei ci ha spiegato che tali strumenti finanziari sono utili, ma anche pericolosi e che occorre quindi maneggiarli con cura e avere anche una pianificazione del loro utilizzo, oltre che un controllo e un monitoraggio costante.

Ha fatto anche riferimento a possibili emissioni che potevano essere fatte anche diversamente e che, in futuro, andrebbero realizzate diversamente. Ciò detto, era possibile conoscere, anni addietro, quali sarebbero stati gli scenari evolutivi? Era possibile prevedere un determinato andamento dei tassi e quindi regolare le emissioni, da un lato, e gli acquisti dei derivati, dall'altro, visto che — con il senno di poi — se torno indietro di quattro o cinque anni, a me sembra evidente che il *trend* dei tassi sarebbe stato in discesa. Mi chiedo, dunque, sono stati commessi degli errori nello studio degli scenari o del piano di acquisto dei derivati? Inoltre le chiedo: c'è bisogno di costruire una struttura simile a quella propria delle banche, che effettui studi e controlli, costituendo cioè una sorta di *risk management* vero e proprio?

Infine, mi richiamo al fatto, da lei sottolineato, che le nostre banche hanno una quota di derivati al di sotto dei loro colleghi europei. Mi riferisco al rischio di tasso *Basilea compliant*, quindi con le due *maturity ladder* sull'attivo e sul passivo. Sappiamo che, per quanto le banche vogliono allungare la scadenza del passivo, possono fermarsi — per una quota parte, per giunta — solo a un massimo di cinque anni; si tratta delle emissioni di obbligazioni *corporate*. Dall'altro lato, invece, le attività si prolungano fino a trent'anni, e in questo caso riguardano i mutui. La mia preoccupazione è legata ai mutui a tasso fisso, perché in questo caso, visto il livello attuale dei tassi, il mercato sembra li stia

richiedendo. Ciò ovviamente porta a un assorbimento di rischio di tasso superiore a quello che si è verificato in passato, quando il tasso variabile aveva un *appeal* maggiore e contribuiva a contenere questo rischio.

Poiché mi sembra che uno degli strumenti di *credit risk mitigation* « non convenzionali » sia proprio l'utilizzo di derivati, perché con gli *swap* si riesce ad accorciare la durata dell'attivo, non vorrei che, nel prossimo futuro, si rischi, se non un'esplosione, quantomeno una crescita incontrollata degli strumenti derivati, al fine di mitigare tale rischio, vanificando in tal modo le misure prudenziali introdotte in questo tempo, quali il maggior assorbimento patrimoniale sui derivati.

Insomma, non vorrei che al tema della pubblica amministrazione si aggiungesse il problema dell'esplosione dei derivati utilizzati dalle nostre banche.

ALESSIO MATTIA VILLAROSA. La Banca d'Italia ha già sottolineato in passato come gli strumenti derivati possano contribuire al buon funzionamento dei mercati finanziari, però ciò non vale anche per le amministrazioni pubbliche. Il motivo è semplice: chi ha contratto quei titoli ha effettuato una valutazione, li ha collocati sul mercato e il mercato li ha, a sua volta, valutati. Se ne deduce che stiamo assumendo un'assicurazione che non ci dà nessuna certezza, in quanto tale. Nel momento in cui mancano i 4 miliardi di euro per eliminare la TASI sulla prima casa, bisognerebbe spiegare ai cittadini perché andiamo a investire la stessa somma su una scommessa.

Diverse persone, tra cui professori e docenti di alto livello, nel corso delle audizioni in Commissione, hanno chiarito che si tratta proprio di una scommessa. Bisognerebbe quindi dire ai cittadini che si fanno scommesse con i soldi — si parla di circa 3 miliardi di perdite — che potrebbero invece essere utilizzati per eliminare tasse e balzelli, così da favorire l'economia reale, aumentare il PIL e creare nuovo

gettito fiscale; con interventi, cioè, che avrebbero l'effetto di migliorare il bilancio statale.

Vorrei chiedervi se convenite con me o avete una posizione completamente diversa o intermedia. L'operazione in derivati delle banche italiane è relativamente limitata, è vero, ma l'operazione in derivati delle amministrazioni pubbliche in Europa è enorme. Dalle ultime rilevazioni di Eurostat emerge, per esempio, che la Germania è a - 16 miliardi di euro e noi a - 28 miliardi. Le cifre sono veramente incredibili: rappresentano addirittura l'1,8 per cento del PIL, e in questo siamo superati solo dalla Grecia. In considerazione di tutto ciò, la mia domanda è questa: la maggior parte di questa enorme mole di denaro che perdiamo va a finire nelle banche estere?

In merito alle amministrazioni centrali, non pensate che le stesse possano aver operato nello stesso modo delle amministrazioni locali? Noi abbiamo tredici contratti con clausole di rescissione anticipata e venti che abbiamo già chiuso anticipatamente. Non pensate che anche le amministrazioni centrali abbiano utilizzato questi strumenti per autofinanziarsi, non trovando altre fonti per farlo?

La collega Ruocco ha posto una domanda su una questione per noi molto importante: a vostro parere potrebbe essere un problema a danno di talune « sensibilità » se noi parlamentari e membri di questa Commissione visionassimo i contratti in derivati? E in caso affermativo, quali contratti eviterebbe di farci vedere?

A pagina 19 della vostra relazione, affermate che andrebbero effettuati un monitoraggio e un controllo, i quali dovrebbero essere « permanenti, indipendenti e dotati dell'autorità, delle risorse e delle competenze necessarie per lo svolgimento dei loro compiti ». Pensate che, in base alle nuove norme per le amministrazioni locali, ci siano, sia nelle amministrazioni centrali sia in quelle locali, le competenze necessarie per svolgere tali funzioni?

Infine, lei ha parlato della nuova legge di delegazione europea e del sistema di

clearing per gli OICVM (organismi di investimento collettivo in valori mobiliari). Vorrei chiederle, anche se capisco che forse la mia domanda sconfinava un po' dai temi dell'audizione odierna, se ritiene che la norma del disegno di legge di delegazione europea sia scritta in modo corretto.

MARCO CAUSI. Ho due domande da porre. La prima domanda è molto simile a quella dell'onorevole Ruocco, ma la porrò con riguardo a un diverso profilo della questione. Avrete certamente letto la nota informativa redatta dall'Ufficio parlamentare di bilancio, la quale è stata anche il *report* che ha dato l'avvio a questa indagine conoscitiva. Per quanto riguarda i fabbisogni informativi e, quindi, gli obblighi di trasparenza e di comunicazione, vi chiedo se, a vostro avviso, le misure proposte, in modo molto dettagliato, dall'Ufficio parlamentare di bilancio possano ritenersi soddisfacenti.

La considerazione dell'onorevole Barbanti ha suscitato, invece, la mia seconda domanda. Può darsi benissimo che i gestori del nostro debito pubblico siano stati spiazzati da una riduzione dei tassi d'interesse superiore a quella che avevano preventivato, ma su tale vicenda vorrei porre una domanda di natura storica: tutto ciò potrebbe essere avvenuto nel 2001 piuttosto che dopo il 2008? Alla fine degli anni Novanta si creava la bolla speculativa e tutti si aspettavano un ciclo diverso, ma dopo l'attentato alle *Twin Towers* la politica monetaria è totalmente cambiata. Forse, in quel periodo storico, intorno al 2001, sono stati « spiazzati » non soltanto coloro che gestivano un grande debito pubblico come il nostro, ma tutti gli operatori?

Infine, vorrei invitare i nostri colleghi — anche se mi rivolgo a lei, presidente — a non confondere le perdite e i guadagni *una tantum* con i flussi permanenti che possono derivare da un'imposta.

PRESIDENTE. È utile tenerlo presente.

Do la parola al dottor Signorini per la replica.

LUIGI FEDERICO SIGNORINI, *Vice Direttore generale della Banca d'Italia*. Le domande poste sono numerose e molto impegnative, per cui non so se sarò in grado di rispondere a tutte. Vorrei premettere che non mi competono, ovviamente, valutazioni politiche sulla desiderabilità di perseguire l'uno o l'altro fine, però posso fornire alcuni utili chiarimenti di carattere tecnico.

Come ha detto l'onorevole Barbanti, nell'analisi delle vicende il «senno di poi» certamente aiuta. I derivati, come ho già detto, sono strumenti che consentono di gestire e di trasferire il rischio, se usati in modo prudente e consapevole; nel momento in cui ci si protegge dal rischio che le cose vadano male, inevitabilmente, utilizzando uno strumento derivato, si accetta che, nel caso opposto, le cose vadano un po' meno bene di come altrimenti sarebbero andate.

Tutto ciò è insito nel concetto di *interest rate swap*. Se si adopera un *interest rate swap* con finalità di copertura, certamente, da un lato, si acquista sicurezza, perché ci si copre da un rischio per così dire «cattivo», ma allo stesso tempo si perde un potenziale vantaggio, rinunciando, in qualche misura, ad approfittare interamente del rischio «buono».

Molti dei contratti per cui recentemente sono state esercitate le *swaption*, risalgono a molti anni addietro, cioè a ben prima della crisi, e per questo mi sono permesso di fare riferimento a condizioni che sono completamente mutate rispetto ad allora, laddove le caratteristiche del mercato, la liquidità dei mercati e le determinanti strutturali dei tassi sono cambiate.

Non posso in questa sede, personalmente, svolgere il ruolo di gestore dei rischi. Tuttavia, è possibile insistere sulla necessità che si guardi in modo integrato a tutti i rischi, non solamente a quelli riguardanti la spesa per interessi, che per un debitore importante come la Repubblica italiana sono rischi finanziari particolarmente rilevanti. Per quanto riguarda le finanze pubbliche, inoltre, va considerato l'andamento potenziale delle imposte,

che dipende da dati macroeconomici, ed è quindi opportuno che si possa e si sappia guardare, nei limiti del possibile, all'intera gestione del rischio della finanza pubblica.

In tal senso mi pare si possa inquadrare la risposta alla maggior parte delle numerose e impegnative domande dell'onorevole Villarosa. È sicuramente importante definire con precisione una strategia, gli strumenti tecnici e le risorse di cui è necessario dotarsi, sia dal punto di vista qualitativo sia quantitativo, al fine di realizzare tale approccio integrato alla gestione dei rischi.

Rispetto alla questione delle risorse, non credo di poter dire nulla di più, né possiedo informazioni aggiuntive rispetto a quanto riferito dal Tesoro nel corso delle precedenti audizioni. Vorrei, semmai, sottolineare che la dottoressa Cannata, quando è venuta in audizione, rassicurando la Commissione circa l'adeguatezza delle risorse e delle competenze del personale addetto, ne ha tuttavia auspicato un rafforzamento. Certamente, data la dimensione e la complessità della gestione del debito pubblico italiano, mi pare estremamente importante avere una struttura addetta alla gestione dei rischi di tale comparto che continui a uniformarsi, per quanto possibile, alle migliori raccomandazioni internazionali.

In merito al confronto con altri Paesi, non l'ho inserito nella mia relazione perché credo che i dati a cui si è fatto riferimento siano stati — se non sbaglio, proprio in occasione dell'audizione dell'Ufficio parlamentare di bilancio — già ampiamente discussi. Non c'era, quindi, necessità di ritornarci sopra. Naturalmente, il modo, la quantità e l'estensione con cui si ricorre a tali strumenti, è bene che rientrino nell'ambito di una gestione integrata dei rischi che può non essere la stessa per tutti i Paesi membri, ma è bene sia il più possibile chiara.

Rispetto alle informazioni, non so se siano necessarie quelle sui contratti individuali, ma mi sembra che, per valutare i rischi e gli effetti delle operazioni di finanza derivata sul bilancio pubblico, siano essenziali alcuni elementi sintetici

che riguardano la ripartizione per scadenza, il profilo atteso dei flussi nei prossimi anni e soprattutto (consentitemi di ripetere un concetto che ho espresso nella relazione scritta) la sensibilità del valore di mercato delle operazioni all'andamento delle variabili finanziarie. In questi termini, un ulteriore arricchimento — ce ne sono sicuramente stati, nel passato soprattutto recente — delle informazioni disponibili sarebbe effettivamente auspicabile.

Presidente, mi aiuti a ritrovare il punto a cui si riferiva la sua domanda.

PRESIDENTE. Il combinato disposto della nota...

LUIGI FEDERICO SIGNORINI, *Vice Direttore generale della Banca d'Italia*. Naturalmente questi due valori dipendono dagli andamenti di mercato, che sono stati diversi nei due periodi considerati.

PRESIDENTE. Le chiedo anche un cenno *pro futuro* sul consiglio, a mio avviso sensatissimo, di pagina 19, di fare le cose semplici.

LUIGI FEDERICO SIGNORINI, *Vice Direttore generale della Banca d'Italia*. Ciò dipende da quello che in un dato momento storico si può concretamente fare. La situazione di mercato che prevale oggi non è la stessa di dieci o quindici anni fa. Guardando non a quello che si è fatto in passato, ma a quello che può essere consigliabile fare in futuro, penso sia opportuno osservare quali sono le condizioni di mercato e che, nella misura in cui è possibile, sia meglio fare le cose in modo semplice.

Naturalmente la situazione cambia nel corso del tempo e tale cambiamento può avvenire anche repentinamente, quindi è importante avere una struttura di gestione del debito che tenga conto delle effettive condizioni del mercato e che realizzi nel modo più efficiente e più trasparente possibile i risultati che si vogliono ottenere.

Rispetto alla domanda dell'onorevole Barbanti, le banche di mestiere fanno due cose: da un lato, fanno *leverage* e dall'altro

fanno trasformazione delle scadenze. Certo nessuna delle due attività può essere vietata: esse fanno parte della ragion d'essere delle banche. Però entrambe vanno regolamentate e limitate. Il *leverage* viene limitato stabilendo *ratios* di capitale e limiti di *leverage* che, tra l'altro — consentitemi di dirlo — anche grazie alla nostra posizione in questo senso, esposta in sede internazionale, comprendono gli strumenti derivati.

Per quanto riguarda il *mismatch* di scadenze, mentre fino a Basilea 2 gli *standard* internazionali non si occupavano affatto di tale aspetto che, come lei ha rilevato, è importante — finalmente oggi si tende a porre dei limiti con vari indicatori di liquidità, in particolare il *Liquidity Coverage Ratio* e il *Net Stable Funding Ratio*, che entreranno progressivamente in vigore nel corso dei prossimi anni.

Questo è uno dei casi in cui l'utilizzo dei derivati in funzione di copertura del rischio da parte delle banche può essere sensato, nella misura in cui esso può servire, come lei ha detto, ad accorciare la scadenza dell'attivo o ad allungare quelle del passivo, in maniera tale da ridurre questo *mismatch*. Da questo punto di vista, sempre che tutto sia fatto come regole e *standard* comandano, ossia con un'adeguata consapevolezza dei vertici, con un sistema di controllo e gestione del rischio ben fatto e con un'indipendenza reciproca delle funzioni che propongono ed eseguono le operazioni rispetto a quelle che le controllano e le verificano, questo può essere un legittimo uso di strumenti di tipo derivato per ridurre il rischio di una istituzione finanziaria.

A mio modo di vedere non c'è affatto da scandalizzarsi, purché il rischio sia gestito correttamente, non soltanto quello legato inerentemente alle variabili sottostanti al contratto derivato, ma anche tutti i vari rischi accessori, a cominciare dal rischio di controparte che ho menzionato all'inizio. Tra l'altro, alcune banche italiane hanno usato quello che viene definito tecnicamente *macro hedging*, cioè l'uso di *interest rate swap* per proteggersi contro i rischi relativi all'andamento dei tassi d'in-

teresse dell'attivo e del passivo. Quelle che l'hanno fatto in modo intelligente sono riuscite a ridurre le conseguenze negative della riduzione del margine d'interesse, che ci sono comunque state per tutte le banche, non soltanto in Italia.

Rispetto alla domanda dell'onorevole Causi, se nel 2001 qualcuno potesse prevedere cosa sarebbe successo sette, otto, dieci o dodici anni dopo, onestamente penso di no.

In questo tipo di ragionamenti *a posteriori* mi inoltro con difficoltà. Noto che taluni dei contratti di *swaption*, per cui l'opzione è stata recentemente esercitata, erano contratti che risalivano per la loro stipula molto addietro nel tempo. Ma non posso dire più di quello che mi sono sentito di scrivere nel testo della relazione, nella quale ho descritto il funzionamento e la particolare complessità di tali contratti e ho sostenuto la necessità, specialmente guardando al futuro, di assicurare

il perseguimento dei risultati e delle strategie che si vogliono perseguire nella maniera più consona, più semplice e meno costosa possibile, tenendo conto delle mutate situazioni dei mercati rispetto al passato.

PRESIDENTE. Ringrazio i nostri ospiti.

Autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna della documentazione consegnata dal dottor Signorini (*vedi allegato*) e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 15.15.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. RENZO DICKMANN

*Licenziato per la stampa
il 21 settembre 2015.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO

Commissione VI Finanze

**Indagine conoscitiva
sugli strumenti finanziari derivati**

Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Luigi Federico Signorini

1. Definizione e dimensione globale del fenomeno

Gli strumenti finanziari derivati (*futures*, *forward*, opzioni e *swap*) sono contratti il cui valore dipende dall'andamento di una o più variabili (il "sottostante"): tassi di interesse, azioni o indici azionari, merci, tassi di cambio¹. I derivati di credito (come i *Credit Default Swap*, CDS) consentono di negoziare il rischio di insolvenza associato a determinate attività finanziarie.

Esistono diverse tipologie di strumenti derivati. Futures e forward sono contratti che impegnano le parti a concludere una transazione con regolamento a una data futura ("a termine") nella quale il prezzo del sottostante è stabilito al momento della negoziazione. Le opzioni, invece, conferiscono un diritto all'acquisto (call) o alla vendita (put) di una determinata attività, reale o finanziaria, entro una certa data a un prezzo (strike price) stabilito al momento della conclusione del contratto². I contratti swap prevedono lo scambio di flussi periodici tra le parti contraenti definiti in relazione a tassi di interesse, valute o altre attività reali o finanziarie. Gli swap su tassi di interesse³ – la tipologia più semplice – prevedono il pagamento di flussi di interessi calcolati su un capitale di riferimento (nozionale): generalmente una parte si impegna a pagare un flusso di interessi predeterminato sulla base di un tasso fisso per la durata del contratto, l'altra un flusso variabile, sulla base di un tasso di mercato⁴. Un'altra tipologia di swap sono i credit default swap (CDS), grazie ai quali la parte che vende protezione si impegna a rimborsare la controparte nel caso in cui un terzo (il "soggetto di riferimento" sottostante al contratto) non sia in grado di far fronte ai propri impegni finanziari, in particolare al ricorrere di un evento identificato come una situazione di default⁵.

I contratti derivati traggono fondamento dalle diverse aspettative dei contraenti sull'evoluzione del valore del sottostante. Possono essere utilizzati per finalità di copertura dei rischi o per finalità speculative.

¹ I derivati possono anche avere come sottostante altre variabili, quali, ad esempio, le condizioni climatiche o specifiche tariffe.

² Talune opzioni, dette "americane", prevedono la possibilità di esercitare il diritto di acquisto/vendita per tutta la durata del contratto; quelle europee, invece, possono essere esercitate solo alla scadenza.

³ Si tratta della tipologia di *swap* più diffusa. Sul mercato esistono altre tipologie di *swap*, ad esempio quelli basati su azioni (*equity swap*), valute (*currency swap*), merci (*commodity swap*), indicatori di volatilità (*volatility swap*).

⁴ Al flusso variabile possono essere applicati limiti massimi (*cap*) o minimi (*floor*), ovvero entrambi (*collar*), per limitare i rischi di uno o entrambi i contraenti.

⁵ Il venditore di protezione è remunerato per il rischio assunto mediante un "premio" corrisposto alla stipula del contratto (pagamento "*upfront*") o tramite pagamenti periodici corrisposti per la durata del contratto. Il valore nominale delle obbligazioni è il capitale nozionale del contratto. Il rapporto tra i pagamenti corrisposti nell'anno dal compratore di protezione e il nozionale è definito "CDS spread" e rappresenta una misura della rischiosità del soggetto di riferimento, come percepita dal mercato.

In base alla finalità della negoziazione si possono distinguere due tipi di operatori in derivati: gli hedgers e gli speculatori. I primi stipulano i contratti per limitare rischi già assunti che possono scaturire dalla dinamica sfavorevole di variabili di mercato quali, ad esempio, i tassi d'interesse, i corsi azionari, le valute. I secondi agiscono invece per ottenere un profitto, basato sull'aspettativa che le proprie previsioni circa l'andamento delle variabili di mercato si realizzino. Gli operatori possono naturalmente avere di volta in volta obiettivi diversi a seconda delle proprie strategie e convenienze: gli hedge fund tipicamente utilizzano i derivati sia per finalità di copertura che speculative.

Alcuni derivati (*futures* e talune opzioni) sono negoziati in mercati regolamentati: la borsa ne specifica gli standard contrattuali. Per limitare il rischio che i contratti non vengano onorati, operano su tali mercati le casse di compensazione e garanzia che, oltre a determinare le posizioni nette (creditorie o debitorie) dei partecipanti, richiedono il versamento di margini a garanzia delle posizioni aperte e assicurano il buon esito delle contrattazioni. Non tutti gli strumenti, tuttavia, sono attivamente quotati su mercati regolamentati. Alcuni di essi, in particolare *forward*, *swap* e opzioni, vengono negoziati in via pressoché esclusiva su base bilaterale in mercati non regolamentati, o, come si dice, “*over the counter*” (OTC). Le relative clausole contrattuali sono note alle sole controparti e consentono, volendo, di realizzare anche strumenti particolarmente complessi. Ne derivano una minore protezione dal rischio di controparte e una minore trasparenza, che possono rendere difficile determinare la natura e il livello dei rischi assunti dai soggetti coinvolti.

Nel quantificare la dimensione del fenomeno dei derivati si fa comunemente riferimento a due grandezze. La prima è il *valore nozionale*, ossia il parametro di riferimento per il calcolo dei flussi di pagamento, che fornisce una misura del volume delle negoziazioni ed è tendenzialmente prefissato per la durata del contratto, ma non rappresenta direttamente né l'esposizione né il rischio di ciascuna delle due parti. La seconda è il *valore di mercato*, che rappresenta in ciascun momento la perdita (valore negativo) o il guadagno (valore positivo) potenziale che si determinerebbe per il contraente se il contratto fosse chiuso alla data di rilevazione. Il valore di mercato dipende dall'andamento assunto nel corso del tempo dalle variabili a cui il derivato è collegato, e quindi varia nell'entità e nel segno.

Né il valore nozionale, né il valore di mercato rappresentano puntualmente il livello di rischio assunto; guadagni o perdite effettivi alla fine del contratto rappresentano di frequente una percentuale esigua del nozionale. La rischiosità può essere valutata analizzando la sensibilità del valore di mercato a variazioni delle variabili finanziarie sottostanti o impiegando misure di “valore a rischio”(VAR) o altre statistiche analoghe, che quantificano le perdite potenziali cui si è esposti nel caso di un andamento particolarmente avverso delle condizioni di mercato.

Secondo una rilevazione della Banca dei Regolamenti Internazionali sul mercato dei derivati OTC – dove si svolge la maggior parte delle contrattazioni – delle maggiori banche di 13 paesi sviluppati, a fine 2014 il valore nozionale dei contratti era di circa 520 mila miliardi di euro (tav. 1)⁶, otto volte il PIL mondiale; il mercato è complessivamente cresciuto del 21 per cento dal 2008. Il valore di mercato lordo (pari alla somma in valore assoluto di tutti i contratti, sia quelli con valore di mercato positivo sia quelli con valore negativo) ammontava a circa 17 mila miliardi (25 mila nel 2008).

L'80 per cento del valore nozionale è relativo a derivati su tassi di interesse. I CDS rappresentano una quota ridotta (3 per cento) dei derivati negoziati sui mercati OTC.

2. Il quadro regolamentare

I derivati costituiscono uno strumento utile per redistribuire il rischio e possono facilitare il funzionamento dei mercati finanziari; essi però possono essere molto rischiosi e sono perciò assoggettati a regole e controlli specifici.

La sottoscrizione di un contratto derivato consente infatti di amplificare la leva finanziaria e comporta l'assunzione di diversi tipi di rischio: oltre al rischio di un'evoluzione sfavorevole delle variabili di mercato rispetto a cui il derivato è stipulato (tassi di interesse, cambi, prezzi, o quant'altro), vi sono rischi legati all'eventualità che la parte debitrice sia inadempiente, a errori umani, a disfunzioni dei sistemi interni di controllo, a frodi e ad altro ancora. L'innovazione finanziaria ha generato una crescente varietà e complessità dei contratti; talune transazioni possono combinare più contratti derivati sottostanti, aumentando le difficoltà di valutazione. Se chi sottoscrive un contratto derivato non ha conoscenze e strumenti adeguati per la gestione di queste esposizioni, l'assunzione di rischi, anche di notevole entità, può essere inconsapevole; a volte essa è causata dalla prospettiva del raggiungimento di profitti di breve periodo, rispetto a cui non si valutano adeguatamente i possibili impatti negativi che possono materializzarsi in una prospettiva più lunga.

La crisi finanziaria globale iniziata nel 2008 ha reso evidente l'importanza di tali rischi. Nell'ambito della riforma degli standard internazionali e delle norme europee, si sono rafforzati i presidi patrimoniali e di liquidità delle banche e degli altri operatori a fronte dei

⁶ Cfr. *OTC derivatives market Semiannual Survey*, BRI, <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>.

contratti derivati, si sono favoriti la standardizzazione dei contratti e lo scambio su mercati regolamentati, si sono introdotte regole per assicurare un'adeguata informativa sulle negoziazioni OTC, per rafforzare la capacità di gestione dei rischi di questi strumenti, per proteggere gli investitori più deboli. È un processo ancora in corso.

A livello internazionale, le riforme delle regole hanno affrontato le carenze dell'impianto prudenziale in vigore prima della crisi finanziaria globale (Basilea 2). La crisi, originata anche dall'eccessivo utilizzo di prodotti finanziari complessi e opachi, ha reso evidente che il sistema delle regole prudenziali si rifletteva in un minore assorbimento patrimoniale per le attività di natura finanziaria (tra cui i derivati), e in un trattamento relativamente più severo per le esposizioni bancarie più tradizionali, in particolare quelle creditizie. La sottovalutazione della rischiosità di alcuni strumenti finanziari con rating elevato, soprattutto dei prodotti strutturati, è stato uno degli elementi problematici del sistema di Basilea 2; l'impianto regolamentare faceva troppo affidamento sulla liquidità dei mercati e sui giudizi delle agenzie di rating, e si è rivelato non in grado di cogliere appieno i rischi legati a un forte, inatteso mutamento delle condizioni di fondo.

Nell'ambito della riforma degli standard internazionali, che ha rafforzato in generale la quantità e la qualità delle risorse patrimoniali delle banche, sono stati quindi particolarmente inaspriti i requisiti prudenziali a fronte dei rischi finanziari, accrescendo la dotazione patrimoniale richiesta e tenendo conto delle variazioni del merito creditizio delle controparti. Anche le nuove regole in materia di liquidità e di leva finanziaria prevedono un trattamento rigoroso dei derivati; su queste ultime, la posizione della Banca d'Italia sul riconoscimento delle misure di mitigazione del rischio sugli strumenti derivati è stata sempre molto rigorosa, talora più di quanto poi deciso a livello internazionale. L'Appendice 1 dà conto più in dettaglio del complesso delle riforme.

A livello europeo il quadro normativo è stato rafforzato con l'emanazione del Regolamento UE n. 648/2012 (cosiddetto "EMIR"), le cui finalità principali, conformemente agli obiettivi generali fissati dal G20 nel settembre 2009, sono di attenuare il rischio sistemico, proteggere i contraenti da abusi e migliorare la trasparenza dei mercati dei derivati.

Una delle disposizioni più importanti del Regolamento EMIR⁷ consiste nell'obbligo di compensazione mediante controparte centrale per i derivati OTC idonei (ossia quei contratti derivati che presentano clausole standardizzabili). L'obiettivo di questa regola è contenere i rischi insiti nelle transazioni bilaterali fra intermediari (transazioni OTC), per effetto della richiesta di margini, della compensazione delle posizioni e dell'interposizione delle controparti centrali. In questo nuovo contesto, le controparti centrali rivestono un ruolo chiave; la loro stabilità finanziaria assume rilevanza sistemica. Per tale ragione, l'EMIR prevede che tali società si dotino

⁷ Il regolamento in questione è entrato in vigore nell'agosto 2012.

di adeguati presidi patrimoniali e organizzativi per far fronte a tutti i rischi insiti nell'attività svolta. Sono state, inoltre, armonizzate le metodologie di calcolo utilizzate dagli intermediari per determinare i margini scambiati bilateralmente a fronte di derivati OTC giudicati non idonei alla compensazione presso controparte centrale e, infine, sono stati istituiti i repertori di dati (cosiddetti trade repositories) per la raccolta di tutti i dettagli connessi ai contratti derivati conclusi⁸.

Nel nostro paese l'applicazione della normativa europea e internazionale è stata accompagnata dal rafforzamento della disciplina del sistema dei controlli interni, che la Banca d'Italia ha introdotto, avvalendosi dei poteri che le conferiscono il Testo unico bancario (TUB) del 1993 e il Testo unico della finanza (TUF) del 1998, con l'obiettivo di accrescere il coinvolgimento dei vertici aziendali e favorire una visione integrata e trasversale dei rischi. La crisi finanziaria ha infatti messo in evidenza che assetti di governo efficienti e funzioni di controllo autorevoli, attive e indipendenti, sono importanti per evitare o limitare le perdite in situazioni di crisi. Tra l'altro nel 2013 è stato profondamente rivisto e potenziato il ruolo del *risk manager* (CRO), che svolge ora compiti di ausilio all'organo con funzione di supervisione strategica nella definizione e perseguimento degli obiettivi di rischio.

Mentre alla Banca d'Italia sono affidati i controlli prudenziali di stabilità, la Consob è competente, in via esclusiva, per le attività di controllo sulla trasparenza dei prodotti finanziari e sulla correttezza dei comportamenti. Tali regole sono state rese particolarmente incisive dal recepimento nazionale della Direttiva MIFID⁹.

Con riferimento alle regole di trasparenza e di condotta degli intermediari, che rilevano nei servizi di investimento e consulenza che le banche offrono al pubblico, la Direttiva MIFID ha graduato gli obblighi di trasparenza, conoscenza del cliente e valutazione dell'idoneità del servizio reso in funzione della tipologia di clientela. La materia è stata ulteriormente rafforzata dall'emanazione della Direttiva MIFID 2 avvenuta nel giugno scorso e la cui scadenza per il recepimento è fissata a luglio 2016.

⁸ Cfr. Regolamento UE n. 648/2012, Titolo IV. L'EMIR, però, prevede anche alcune esenzioni. In particolare, per i derivati stipulati con enti del settore pubblico è previsto il solo obbligo di segnalazione ai repertori di dati, mentre per quelli conclusi con enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico, o che intervengono nella medesima, è prevista un'esenzione totale (Cfr. Regolamento UE n. 648/2012, articolo 1, comma 4, lettera a)).

⁹ Per quanto attiene ai profili organizzativi e alle procedure connesse alla prestazione dei servizi di investimento continua a trovare applicazione il Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob emanato nel 2007. In merito, vista la competenza regolamentare congiunta, la ripartizione dei compiti di controllo tra le due autorità è declinata secondo il criterio della finalità prevalente ribadito nel TUF. Le modalità di coordinamento e cooperazione sono stabilite nell'apposito protocollo di intesa condiviso nel 2007; in tale anno, la Banca d'Italia ha reso obbligatoria, all'interno delle banche e dei gruppi bancari, l'istituzione di una specifica funzione dedicata al presidio e al controllo della conformità dei comportamenti aziendali alle disposizioni normative.

La necessità di una revisione della disciplina è emersa anche a seguito della continua innovazione del mercato, che ha visto lo sviluppo di nuove piattaforme e attività di negoziazione¹⁰.

3. Le banche italiane

In Italia il valore nozionale dei contratti derivati è significativamente inferiore, in rapporto al PIL, alla media globale (quattro volte il prodotto, contro otto a livello globale); si è contratto di circa un quarto tra la fine del 2008 e dicembre 2014 (tav. 2).

La flessione è stata più marcata nell'attività con non residenti, che però continua a rappresentare circa due terzi del totale. Considerando il valore nozionale dei contratti stipulati con residenti, oltre il 90 per cento è attribuibile a transazioni tra controparti finanziarie. È minore la diffusione dei derivati nel settore non finanziario, dove questi strumenti sono utilizzati soprattutto per la gestione del rischio di tasso di interesse: le imprese, le Amministrazioni pubbliche e le famiglie rappresentano, rispettivamente, il 6, l'1 e lo 0,4 per cento del valore nozionale complessivo. Tra il 2008 e il 2014 il volume delle transazioni rivolte a tali settori si è ridotto di più di quello con le istituzioni finanziarie residenti.

Il valore di mercato lordo era pari a 477 miliardi a fine 2014 (338 miliardi alla fine del 2008; tav. 3), di cui 164 miliardi verso residenti; solo il 14 per cento di questi ultimi era relativo a soggetti non finanziari. I contratti che a tale data riportavano un valore di mercato negativo per la clientela residente non finanziaria (positivo per le banche) ammontavano a circa 7 miliardi per le imprese, 9 per le Amministrazioni pubbliche, 0,1 per le famiglie.

Dal momento che gli intermediari italiani, specializzati per lo più nell'attività di banca commerciale (raccolta di risparmio e impiego creditizio), hanno un'attività in derivati relativamente modesta, le risorse patrimoniali che le nostre banche devono detenere a presidio di tali esposizioni sono contenute rispetto ad altri paesi. La vendita al dettaglio di derivati a imprese, famiglie ed enti pubblici è limitata a pochi intermediari: i primi 5 gruppi attivi nel comparto detengono il 90 per cento¹¹ della quota di mercato.

¹⁰ In linea con le indicazioni del G20, è previsto l'obbligo di negoziare gli strumenti finanziari derivati, idonei per la compensazione presso controparte centrale e sufficientemente liquidi, in mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione (cosiddetti "OTF"). Inoltre, la MIFID 2 richiede specifici presidi in caso di attività di trading algoritmico, ossia la conduzione dell'attività di negoziazione in base ad algoritmi prestabiliti che determinano le decisioni di acquisto e di vendita degli intermediari.

¹¹ La quota di mercato è stimata utilizzando la somma assoluta del *fair value* positivo e negativo dei derivati, con l'esclusione di quelli scambiati con banche, assicurazioni o altre imprese finanziarie.

Alcuni intermediari hanno ampliato la gamma dei prodotti offerti alla propria clientela, includendovi la vendita di derivati, con l'obiettivo di diversificare le fonti di ricavo e di soddisfare le esigenze di investimento o di copertura delle controparti più sofisticate. Le esigenze della clientela interessata all'acquisto di prodotti derivati sono molto eterogenee. Ad esempio, le imprese stipulano prevalentemente contratti derivati per coprirsi dal rischio di cambio o da quello di un aumento dei tassi di interesse. Le grandi banche svolgono il ruolo di "fabbrica di prodotto", intercettando i flussi di domanda della clientela, vendendo prodotti spesso adattati a esigenze specifiche (derivati OTC) e gestendo i propri rischi di mercato mediante la negoziazione di derivati a condizioni speculari con altri intermediari finanziari. Le banche di dimensioni medie e piccole assumono, in casi limitati, il ruolo di meri distributori, trasferendo quasi integralmente i rischi di mercato assunti mediante l'acquisto, da grandi intermediari italiani o esteri, di derivati del tutto analoghi a quelli venduti; negli altri casi le banche non prendono posizioni di tale specie.

Le banche acquistano per proprio conto derivati con finalità assicurativa, per coprirsi dal rischio che andamenti avversi dei mercati possano influire negativamente sul valore del patrimonio. Questa attività viene svolta di norma con controparti finanziarie; essa è molto più diffusa della vendita di derivati alla clientela e coinvolge intermediari caratterizzati da dimensioni e complessità diverse; si basa prevalentemente sulla negoziazione di prodotti standardizzati e di facile valutazione, ad esempio *interest rate swap* per la gestione del rischio di tasso di interesse.

Tipicamente periodi caratterizzati da bassi tassi di interesse si riflettono in una minore redditività per le banche commerciali; in questi casi, infatti, si riduce la forbice fra la remunerazione media dei tassi attivi del mercato interbancario, dove la liquidità disponibile a breve può essere prontamente impiegata, e quella pagata sui depositi a vista, che rappresentano una delle voci principali del passivo delle banche italiane. A partire dal 2012 tale differenziale si è progressivamente contratto, e con esso il margine di interesse, una delle voci di conto economico più rilevanti per il sistema bancario italiano. Gli intermediari che si erano coperti da questo tipo di rischio, acquistando derivati che prevedevano il pagamento alle controparti di interessi indicizzati a tassi variabili in cambio di un flusso di interessi a tasso fisso, per una quota (nozionale) dei depositi più stabili, hanno limitato in questo modo la riduzione del margine di interesse.

La negoziazione da parte delle banche di derivati con finalità speculative, cioè allo scopo di trarre profitto scommettendo sull'andamento delle variabili sottostanti, si è ulteriormente ridotta dopo la crisi.

L'ammontare dei derivati detenuti a fini speculativi può essere approssimato utilizzando il valore di mercato lordo dei derivati creditizi più complessi. Tale dato per le banche italiane ha raggiunto un picco nel 2008 (circa 6 miliardi, lo 0,2 per cento dell'attivo) e si è poi contratto fino a 2,5 miliardi a fine 2014 (meno dello 0,1 per cento dell'attivo).

Per la vigilanza sull'operatività in derivati, la Banca d'Italia si è sempre avvalsa, come per altri profili di rischio, di controlli sia a distanza, sia ispettivi, con l'obiettivo di valutare la capacità degli intermediari di gestire i rischi posti da questi strumenti, tenendo conto del modello operativo di ciascun intermediario. Le verifiche sull'adeguatezza dei sistemi di governo aziendale e dei controlli interni si ispirano a un principio semplice: la

robustezza dei processi, la qualità delle risorse e la capacità di calcolo dei sistemi informatici devono essere proporzionali all'entità dei rischi assunti.

Dal 4 novembre dell'anno scorso i controlli sulle banche maggiori, le cosiddette banche *significant*, sono responsabilità del Meccanismo di vigilanza unico (*Single Supervisory mechanism, SSM*) che fa perno sulla Banca centrale europea e prevede un'azione coordinata tra BCE e autorità nazionali nei cosiddetti *Joint Supervisory Teams*.

Prima dell'avvio dell'SSM, la Banca centrale europea, come è noto, ha condotto insieme alle autorità nazionali un esercizio di valutazione approfondita (*Comprehensive Assessment*) sulle maggiori banche dell'area dell'euro; in Italia vi hanno preso parte i quindici gruppi maggiori. L'esercizio, pur valutando principalmente l'esposizione delle banche ai tradizionali rischi creditizi, ha preso in considerazione, per gli strumenti più rilevanti, la gestione e il controllo dell'operatività in derivati, nonché l'adeguatezza delle relative rettifiche a fronte del rischio di controparte.

Tre gruppi bancari italiani, con operatività più complessa, sono stati inoltre oggetto di specifici accertamenti sulla robustezza delle tecniche di valutazione dei derivati OTC meno liquidi; è stata verificata l'adeguatezza delle riserve di valore e delle altre tecniche di mitigazione dei rischi. La totalità delle esposizioni in derivati è stata oggetto degli esercizi di stress effettuati durante il Comprehensive Assessment al fine di valutare gli impatti patrimoniali a seguito di un peggioramento degli scenari di mercato.

L'analisi ha confermato la bassa esposizione al rischio in derivati delle banche italiane; anche le correzioni di valutazione necessarie in relazione a tale attività sono risultate assai inferiori rispetto agli altri intermediari europei. Non sono emerse criticità significative nei processi di gestione dei relativi rischi di mercato, né nei processi di valutazione dei prodotti illiquidi.

Per quanto riguarda il rischio di controparte e le verifiche di adeguatezza delle rettifiche per la variazione del merito di credito della controparte (Credit Valuation Adjustment, CVA), l'esposizione in derivati è stata giudicata non significativa per molti intermediari italiani. Nei limitati casi di rilevanza delle esposizioni, gli aggiustamenti richiesti dall'esercizio ai fini della quantificazione di eventuali esigenze patrimoniali aggiuntive sono stati in media inferiori agli altri paesi europei. Per i derivati di terzo livello – quelli più complessi – le correzioni apportate alla valutazione e le rettifiche del CVA sono state circa 200 milioni di euro, solo il 4 per cento degli aggiustamenti richiesti al complesso degli intermediari europei.

Nell'azione ordinaria di vigilanza si prendono in considerazione principalmente i rischi di mercato e di controparte e la robustezza dell'impianto di gestione dei rischi. Tali controlli hanno di norma luogo nell'ambito della valutazione annuale della situazione

tecnica dell'intermediario. Approfondimenti specifici con frequenza infra-annuale vengono effettuati qualora emergano segnali di potenziale anomalia.

Viene ad esempio valutata la capacità delle banche di verificare giornalmente il valore delle posizioni, assicurando, anche attraverso prove di stress, che le potenziali perdite associate al verificarsi di eventi avversi rimangano entro i limiti stabiliti dagli organi di gestione aziendale. L'efficace controllo dei rischi di controparte richiede di misurare dinamicamente il rischio assunto in funzione della probabile evoluzione del valore dei contratti e del merito creditizio della controparte. Dal 2009 a oggi sono state effettuate 8 verifiche specifiche sull'area finanza che hanno interessato tutti gli intermediari più attivi. In alcuni casi si sono avviate procedure sanzionatorie.

Se guardiamo ai risultati delle ispezioni condotte negli ultimi anni, in generale si osserva una diminuzione dei rischi assunti in proprio dalle banche italiane e un rafforzamento dei sistemi di controllo. Si sono ridotti gli investimenti diretti in derivati creditizi e prodotti di credito strutturato, divenuti poco convenienti a causa di un assorbimento patrimoniale estremamente elevato; si è accentuata la prevalenza dei prodotti meno complessi (derivati *plain vanilla*), che possono essere valutati in base a parametri oggettivi anche in situazioni di scarsa liquidità dei mercati. I derivati sottoscritti in proprio sono finalizzati soprattutto alla gestione del rischio di tasso d'interesse.

L'adeguamento ai nuovi standard prudenziali previsti dal rinnovato accordo di Basilea ha incentivato le banche a migliorare la qualità dei propri sistemi di valutazione del rischio, sia investendo in capitale umano altamente qualificato sia migliorando la capacità di calcolo dei sistemi informatici. L'azione di vigilanza ha accompagnato e incentivato tale evoluzione verificando la rispondenza dei sistemi di controllo ai nuovi requisiti previsti dalla normativa. Il processo di adeguamento alle nuove metriche regolamentari riviste dall'accordo di Basilea ha interessato quattro intermediari che, a partire dal 2011, hanno ottenuto il riconoscimento all'utilizzo dei propri modelli interni per la quantificazione dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato. Nel corso degli ultimi due anni, inoltre, i due maggiori intermediari sono stati autorizzati all'utilizzo delle nuove metriche per i rischi di controparte.

L'entrata in vigore della normativa EMIR ha indotto un significativo mutamento delle modalità di vendita dei derivati e di gestione dei rischi di controparte. L'introduzione dei nuovi obblighi normativi è graduale, ma il processo di adeguamento delle banche italiane, soprattutto delle più grandi, è già a buon punto.

In conclusione, e fermo restando che un'attenta gestione del rischio è sempre essenziale, nel confronto internazionale l'operatività in derivati comporta rischi di instabilità per il sistema finanziario italiano nel complesso limitati. L'attuale contesto caratterizzato da tassi d'interesse e rendimenti contenuti richiede però attenzione alle specificità dei rischi oggi prevalenti. La vigilanza, ha, dove necessario, sollecitato le banche a gestire correttamente il rischio di tasso di interesse e a evitare l'utilizzo dei derivati per realizzare profitti di breve periodo o arbitraggi regolamentari.

Data la complessità degli strumenti è essenziale anche la massima correttezza e trasparenza nei confronti della clientela. I clienti, se non sufficientemente edotti delle caratteristiche dei contratti, possono assumere rischi inconsapevolmente o in forma inadatta alla loro attività e alle loro esigenze; le banche, se vendono prodotti opachi in modo non appropriato, mettono in pericolo la propria reputazione e corrono rischi legali. Nei controlli di vigilanza verificiamo che ruolo si attribuisce nei piani strategici delle banche all'attività di distribuzione alla clientela di prodotti finanziari, inclusi i derivati, quale elemento di diversificazione dei ricavi. Nei casi in cui l'organo con funzione di indirizzo strategico decida di rafforzare la presenza della banca in questo segmento, viene verificata la rispondenza dei sistemi di controllo al nuovo modello di business proposto e eventualmente richiesta adeguata azione correttiva.

Approfondimenti di vigilanza vengono attivati se vi sono molti esposti della clientela della banca riferibili alla medesima fattispecie. Dove abbiamo riscontrato carenze, non sono mancate sanzioni per i profili che ci riguardano direttamente (presidio del rischio di reputazione). Dal 2009 a oggi abbiamo inoltrato alla Consob 25 segnalazioni concernenti carenze nel rispetto delle norme di trasparenza sull'operatività in strumenti derivati, nella quasi totalità dei casi emerse nel corso di accertamenti ispettivi di vigilanza. È stato inoltre fornito riscontro a 8 richieste di informazioni formulate dalla Consob.

Lasciatemi concludere questa sezione dicendo che in questo campo, come e più che nell'attività finanziaria in generale, le regole di trasparenza e correttezza, per quanto necessarie, non bastano se il cliente non cerca a sua volta di agire in modo responsabile e consapevole, approfondendo i contratti che gli vengono offerti, acquisendo le conoscenze adeguate alle operazioni che intende svolgere, rifiutando ciò che non capisce. Regole e consapevolezza sono come le due ganasce di una tenaglia: non funzionano veramente se non agiscono insieme. La crescita dell'alfabetizzazione finanziaria della clientela, specie tra le piccole e medie imprese, è molto importante¹².

Il raffronto tra le segnalazioni alla Centrale dei rischi e le risposte all'Indagine sugli investimenti della Banca d'Italia evidenzia che solo metà delle imprese che utilizzano strumenti derivati risponde in modo affermativo alla domanda dell'Indagine, segno presumibilmente di una insufficiente consapevolezza.

¹² Cfr. I. Visco (2015), *Harnessing financial education to spur entrepreneurship and innovation*, 3rd OECD/GFLEC Global Policy Research Symposium to Advance Financial Literacy, Paris, May 7.

4. I derivati delle Amministrazioni pubbliche

4.1 Il quadro normativo

Nell'ordinamento italiano non c'è un sistema unico di regole per l'utilizzo di derivati da parte dei soggetti pubblici.

Per le Amministrazioni locali sono stati previsti, a partire dal 2001, vincoli normativi progressivamente più stringenti, al fine di evitare l'assunzione di rischi eccessivi e l'utilizzo improprio di tali strumenti¹³. Nel giugno del 2008 è stata loro temporaneamente vietata la stipula di nuovi contratti, in attesa di una riforma organica. Il divieto è stato reso definitivo dalla legge di stabilità per il 2014.

Le uniche eccezioni al divieto sono rappresentate dalla possibilità di inserire opzioni cap nei contratti di finanziamento a tasso variabile e di ristrutturare le operazioni esistenti in seguito a cambiamenti delle passività sottostanti; sono inoltre ammessi il cambio della controparte ("novation") e la cancellazione di clausole di risoluzione anticipata e di altre componenti opzionali nei contratti esistenti. La legge di stabilità per il 2014 ha anche vietato alle Amministrazioni locali l'emissione di passività in valuta, che richiedevano il ricorso a derivati per la copertura del rischio di cambio. Il divieto è condivisibile; piuttosto che obbligare gli enti alla copertura del rischio, è preferibile che essi si indebitino direttamente in euro.

Per le Amministrazioni centrali (MEF), l'utilizzo di derivati è disciplinato dal DPR n. 398 del 2003 (Testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico). Il DPR stabilisce che tra gli strumenti finanziari utilizzabili per la gestione del debito pubblico rientrano anche i contratti derivati, con l'esclusione di quelli creditizi¹⁴, e rinvia a "decreti cornice", emanati ogni anno dal Ministro dell'Economia e delle finanze, la definizione di obiettivi, limiti e modalità operative alle quali il Tesoro deve attenersi nella gestione del debito pubblico, anche con riferimento all'impiego di strumenti derivati. Le norme sull'utilizzo di derivati contenute nei "decreti cornice" sono rimaste relativamente stabili nel corso degli anni.

¹³ Per un'estesa ricostruzione dell'evoluzione normativa in materia di derivati delle Amministrazioni locali si veda l'audizione del Capo del Servizio Studi di Struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia, Daniele Franco, nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, presso la Commissione 6^a (Finanze e tesoro) del Senato della Repubblica dell'8 luglio 2009.

¹⁴ Per definire la tipologia di contratti derivati ai quali il MEF può ricorrere, il DPR 398 del 2003 rimanda all'art. 1, comma 2, lettera d del d.lgs. n. 58 del 1998, che menziona "contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap", accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti".

In sintesi, esse prevedono che: 1) i contratti siano sottoscritti dal Direttore Generale del Tesoro (o, per sua delega, dal Direttore della Direzione II, competente in materia di debito pubblico)¹⁵; 2) l'utilizzo di strumenti derivati avvenga solamente nell'ambito di operazioni di ristrutturazione del debito pubblico finalizzate al "contenimento del costo complessivo dell'indebitamento, la protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento e il buon funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato"¹⁶; 3) i contratti siano conclusi solo con istituzioni finanziarie di elevata affidabilità (per la scelta della controparte non è necessario indire una gara, in quanto il codice dei contratti pubblici non si applica ai contratti concernenti servizi finanziari relativi all'emissione, all'acquisto, alla vendita e al trasferimento di titoli o di altri strumenti finanziari)¹⁷; 4) le operazioni concluse siano regolarmente comunicate all'Ufficio di Gabinetto del Ministro dell'Economia e delle finanze.

Il Dipartimento del Tesoro trasmette semestralmente alla Corte dei Conti una relazione sulla gestione del debito, compresa l'operatività in derivati.

La legge di stabilità per il 2015 ha esplicitamente previsto la possibilità per il Tesoro di stipulare accordi di garanzia bilaterale a fronte di operazioni in derivati (attività del resto consentita dai decreti cornice del MEF sin dal 2013). In base a tali accordi, la controparte per la quale il valore di mercato del derivato risulti negativo deve rilasciare una garanzia nella forma di titoli di stato dei paesi dell'area dell'euro o di disponibilità liquide¹⁸. La presenza di una garanzia bilaterale rende l'operazione meno rischiosa per la controparte finanziaria, determinando un minore assorbimento di capitale; il MEF potrebbe di conseguenza ottenere migliori condizioni contrattuali¹⁹, a fronte delle quali vi sarebbero il costo atteso legato alla fornitura della garanzia e il necessario aumento delle emissioni di titoli di Stato.

4.2 L'informazione statistica sull'attività in derivati delle Amministrazioni pubbliche

In base alle regole statistiche europee, le attività o passività generate da operazioni in derivati (cioè il loro valore di mercato alla data di riferimento) sono registrate nei conti finanziari. Esse non sono invece incluse nella definizione di Maastricht del debito delle Amministrazioni pubbliche, a meno che il derivato non comprenda una componente

¹⁵ Incluso il contratto quadro ("Master Agreement") dell'*International Swap and Derivatives Association*. Nel quadro del *Master Agreement* si innestano le singole operazioni in derivati, che vengono perfezionate con lo scambio tra le parti di una *confirmation letter*. Quest'ultima stabilisce le caratteristiche economiche (tassi, nozionale, *strike price*, etc.) e la durata (inizio dell'operazione, scadenze, etc.) del contratto.

¹⁶ Fino al 2004 (DM 10 novembre 1995, "Orientamenti operativi di riferimento in merito all'emissione ed alla gestione del debito pubblico") l'obiettivo delle operazioni di ristrutturazione era "la minimizzazione del costo del debito". In seguito è stato precisato che tale obiettivo dovesse essere perseguito "compatibilmente con l'esigenza di protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento" (DM 22 aprile 2005 per il rischio di rifinanziamento e DM 30 dicembre 2009 per il rischio di mercato), "nonché del buon funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato" (DM 30 dicembre 2008). Dal 2013 (DM 18 dicembre 2012), la protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento e il buon funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato sono diventati obiettivi equiparati a quello di contenimento del costo complessivo dell'indebitamento.

¹⁷ L'affidabilità è giudicata sulla base della valutazione espressa dalle principali agenzie di rating, ma i decreti non fissano un livello minimo di rating; agli Specialisti in titoli di Stato viene accordata la preferenza nella conclusione di operazioni in derivati.

¹⁸ Nelle operazioni in derivati l'utilizzo di tali garanzie è divenuto una prassi di mercato.

¹⁹ Ad esempio, nelle stime del MEF, il costo della copertura dal rischio di cambio di un titolo decennale in valuta potrebbe ridursi di circa 20 punti base.

assimilabile a un finanziamento: in questo caso tale componente è registrata nella voce “prestiti” sia nei conti finanziari, sia nel debito.

La Banca d'Italia pubblica trimestralmente²⁰ il valore di mercato del portafoglio derivati e i flussi generati dalle operazioni per ciascun sotto-settore delle Amministrazioni pubbliche²¹. Per le Amministrazioni locali (cui fa capo una quota abbastanza modesta dell'operatività in derivati complessiva della PA) il valore di mercato è riferito solo alle operazioni concluse con intermediari operanti in Italia, le uniche su cui disponiamo di informazioni, tratte dalle segnalazioni di Vigilanza²². Per le Amministrazioni centrali, cui fa capo il grosso dell'operatività, i dati includono invece anche le passività in derivati con controparti estere, sulla base di dati forniti dal Ministero; essi si riferiscono al solo MEF, ma gli altri enti, a quanto risulta, non effettuano tali operazioni²³. La Banca d'Italia pubblica inoltre, due volte all'anno, dati di maggiore dettaglio sulle operazioni in derivati delle Amministrazioni locali con controparti residenti²⁴. Infine, di recente il MEF ha diffuso informazioni sul valore nozionale e di mercato per le principali tipologie di contratti derivati utilizzate dal Tesoro²⁵.

Dall'inizio della crisi finanziaria, sebbene le Amministrazioni pubbliche abbiano effettuato flussi di esborsi netti a favore delle controparti per oltre 20 miliardi²⁶, il valore di mercato delle loro passività nette in derivati è sostanzialmente raddoppiato, raggiungendo 40,6 miliardi alla fine del 2014 (2,5 per cento del PIL; tav. 4). L'incremento ha riflesso soprattutto l'andamento dei tassi di interesse.

²⁰ Supplemento al Bollettino Statistico, “Conti finanziari”.

²¹ Nella voce “derivati e stock option di dipendenti” che, per quanto riguarda le Amministrazioni pubbliche, rileva solo per la componente “derivati”.

²² Per quanto riguarda i flussi, i dati per le Amministrazioni locali (come quelli delle Amministrazioni centrali) sono forniti dal MEF e riguardano la totalità delle operazioni.

²³ I dati sul valore di mercato sono forniti dal MEF alla Banca d'Italia a partire dall'autunno del 2013. La ricostruzione dei dati all'indietro, comprensiva dei contratti con controparti estere, arriva alla fine del 2004. Gli Enti di previdenza (il terzo sotto-settore delle Amministrazioni pubbliche) non effettuano operazioni in derivati.

²⁴ Supplemento al Bollettino Statistico, “Debito delle Amministrazioni locali”. Sono riportati, in particolare: il numero di enti coinvolti (Regioni, Province, Comuni e altre amministrazioni), il valore nozionale dei contratti e il valore di mercato. Di recente il MEF ha diffuso dati sul valore nozionale dei derivati delle Amministrazioni locali, anche con controparti estere, e prevede di pubblicare regolarmente tali informazioni.

²⁵ Le informazioni sono disponibili al seguente indirizzo: http://www.mef.gov.it/focus/article_0005.html. Il valore di mercato complessivo ivi riportato (42,6 miliardi a fine 2014) include, rispetto ai dati pubblicati nei “Conti Finanziari”, anche l'esposizione riclassificata tra i prestiti (3,4 miliardi) e non tiene conto delle passività delle Amministrazioni locali (1,3 miliardi).

²⁶ Negli esborsi netti sono incluse, per circa 3 miliardi, le riclassificazioni nel debito pubblico di passività in derivati, in applicazione delle regole statistiche europee. Nel quindicennio precedente la crisi finanziaria si erano registrati proventi netti da operazioni in derivati per complessivi 12 miliardi.

Il valore di mercato delle passività delle Amministrazioni locali con controparti residenti ammonta a 1,3 miliardi²⁷, cioè il 3,2 per cento del totale. Quelle con controparti estere non sono rilevate nei conti finanziari, come ho appena detto; si può stimare, con larga approssimazione²⁸, che il loro ammontare complessivo sia dell'ordine di 2 miliardi.

Come è stato rilevato nell'audizione del MEF dello scorso 10 febbraio, all'origine delle elevate passività in derivati del Tesoro (e dei pagamenti netti) c'è soprattutto la forte riduzione dei tassi d'interesse registrata negli ultimi anni. La strategia perseguita con i derivati mirava principalmente a proteggere i conti pubblici dal rischio di un rialzo dei tassi. A tal fine, il MEF ha stipulato contratti derivati in cui si è impegnato, su archi temporali molto lunghi, a pagare un tasso fisso predefinito in contropartita di un tasso variabile. Poiché nel frattempo i tassi di mercato sono scesi, il valore di mercato dei derivati è diventato negativo ed è cresciuto in valore assoluto (ovviamente lo stesso andamento dei tassi ha determinato contemporaneamente un minore esborso per interessi da parte dello Stato). Questa strategia emerge anche dalla composizione delle passività del portafoglio derivati del MEF: circa l'80 per cento riguarda infatti *interest rate swap*, la parte restante *swaption* (su questo tipo di strumenti tornerò più avanti)²⁹.

Va rilevato che il tasso variabile di contropartita degli *interest rate swap* (in genere l'Euribor) è un tasso differente da quello dei titoli di Stato italiani; in altri termini, lo Stato ha acquisito una protezione rispetto ad aumenti dei tassi a breve dell'area dell'euro, non rispetto a un rialzo dello spread tra il rendimento all'emissione del debito pubblico italiano e questi ultimi. Per ovvi motivi, i contratti non possono riferirsi a tassi d'interesse su cui una delle controparti ha una significativa influenza.

4.3 L'impatto sul debito pubblico e sull'indebitamento netto

Il trattamento statistico degli strumenti finanziari derivati ai fini delle regole di bilancio dell'Unione europea è stato ridefinito nel 2014, in occasione del cambiamento degli standard statistici (passaggio dal sistema "SEC1995" al sistema "SEC2010"). I flussi

²⁷ Anche la componente relativa alle Amministrazioni locali ha mostrato un andamento crescente, nonostante la forte riduzione dei contratti in essere connessa con il divieto di nuove operazioni stabilito nel 2008 (il valore nozionale complessivo dei contratti con controparti residenti si è ridotto di oltre due terzi).

²⁸ Cioè ipotizzando che il rapporto tra valore di mercato e nozionale sia simile a quello rilevato per le operazioni con intermediari operanti in Italia.

²⁹ I *cross currency swap* presentano invece un valore di mercato positivo per il Tesoro, per circa 1 miliardo.

generati dalle operazioni in derivati (esborsi o proventi netti) sono ora trattati come quelli determinati dalle altre operazioni finanziarie. Non hanno quindi impatto sulla spesa per interessi e sull'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche³⁰; continuano però a riflettersi sul debito pubblico.

È stata confermata l'esclusione dal debito pubblico (nella definizione di Maastricht) del valore di mercato delle passività in derivati. Se però un contratto di *swap* presenta già alla nascita un valore di mercato negativo per il settore pubblico, tale importo deve essere classificato tra i prestiti e quindi va incluso nel debito³¹. Inoltre il nuovo Manuale dell'Eurostat³² ha chiarito il trattamento di alcune specifiche fattispecie: operazioni di ristrutturazione di contratti in essere e *swap* risultanti dall'esercizio di *swaption*. Queste precisazioni tendono ad anticipare l'emersione nel debito pubblico degli effetti delle operazioni in derivati.

In particolare, è stato precisato che le operazioni di ristrutturazione di contratti in essere vanno trattate come una chiusura del vecchio contratto e l'apertura di uno nuovo³³. Con riferimento alle swaption (che sono opzioni che attribuiscono al compratore la facoltà di entrare in un contratto di swap con caratteristiche predefinite), il nuovo Manuale ha chiarito che – nel momento in cui la controparte privata esercita l'opzione – il valore di mercato negativo dello swap che nasce in conseguenza dell'esercizio dell'opzione va classificato come un prestito e quindi incluso nel debito.

Nelle statistiche sul debito pubblico dell'Italia – compilate dalla Banca d'Italia – la componente di prestito legata a derivati era pari a 3,4 miliardi alla fine del 2014 (tav. 4). Tale importo include il valore di mercato (complessivamente 1,8 miliardi) di due *interest*

³⁰ Il Regolamento n. 220/2014 della Commissione ha modificato il Regolamento (CE) n. 479/2009 del Consiglio, allineandolo al nuovo SEC2010 ed eliminando la previsione che stabiliva l'inclusione dei flussi generati da *swap* e *forward rate agreement* (che, insieme con le *swaption*, costituiscono la totalità delle operazioni in derivati poste in essere dalle Amministrazioni pubbliche) nell'indebitamento netto definito ai fini della Procedura per deficit eccessivi. La loro esclusione dal computo del disavanzo ha comportato per l'Italia un miglioramento di tale saldo nel 2013 di circa 0,2 punti percentuali del PIL.

³¹ Nel marzo del 2008 l'Eurostat ha pubblicato una nota metodologica (*Eurostat Guidance on accounting rules for EDP – Financial derivatives*) in cui chiariva che qualora strumenti derivati fossero scomponibili in una componente di prestito e una assimilabile a un contratto derivato, la prima fosse inclusa fra le passività che rilevano per il debito pubblico.

³² L'ESA2010 *Manual on Government Deficit and Debt*, pubblicato il 29 agosto 2014 dall'Eurostat, traduce in pratica le prescrizioni del Regolamento SEC2010, disciplinando le modalità di elaborazione delle statistiche di finanza pubblica ai fini della Procedura per i disavanzi eccessivi.

³³ Ciò che rileva, quindi, sarà il valore di mercato del contratto ristrutturato: se quest'ultimo risulta negativo per la controparte governativa, esso va classificato tra i prestiti e conteggiato nel debito pubblico. In precedenza, le operazioni di ristrutturazione avevano un impatto nelle statistiche del debito pubblico italiano solamente se determinavano un peggioramento del valore di mercato del contratto.

rate swap risultanti dall'esercizio di altrettante swaption nell'ultimo trimestre del 2014³⁴. Quattro altre swaption sono state esercitate dalle controparti tra gennaio e febbraio del 2015, determinando un aumento del debito pubblico per 3,3 miliardi.

Le swaption sono contratti in base ai quali una parte vende all'altra il diritto ("opzione") di entrare in un contratto di swap, a condizioni prefissate, a (ovvero entro) una data futura. Simili contratti comportano un complesso intreccio di assunzione e copertura di rischio. Nella fase iniziale la vendita di una swaption non fornisce al venditore protezione contro andamenti sfavorevoli delle variabili di mercato, bensì un provento immediato (o, se inserita all'interno di un IRS, un miglioramento delle condizioni contrattuali); lo Stato quale venditore assume inizialmente un rischio, per il quale viene remunerato, senza che contemporaneamente emerga una corrispondente passività nel debito pubblico. Per la Repubblica Italiana il rischio era in sostanza quello di non beneficiare integralmente di una forte riduzione dei tassi, come quella che si è in effetti realizzata nel periodo più recente. Successivamente, se entro la durata del contratto i tassi scendono tanto da rendere conveniente alla controparte l'esercizio dell'opzione (come appunto in taluni casi è avvenuto) la passività emerge. A quel punto il tasso corrisposto alla controparte diventa fisso, per un periodo generalmente lungo. In questo senso il contratto assume da quel momento in poi una funzione assicurativa: il tasso non può più scendere, ma non può neppure salire, nel caso che la tendenza dei tassi torni a invertirsi.

5. Conclusioni

La Banca d'Italia ha già sottolineato in passato come gli strumenti derivati possano contribuire al buon funzionamento dei mercati finanziari. Utilizzandoli in modo prudente, misurato e consapevole, gli operatori sono in grado di limitare e diversificare il rischio. Ma essi sono anche fonte potenziale di instabilità: donde la necessità di regole che stabiliscano i presidi necessari e assicurino al mercato e alle autorità di vigilanza un'adeguata informazione sull'assunzione di rischi da parte degli operatori.

L'operatività in derivati delle banche italiane è relativamente limitata, se si guarda al confronto europeo e internazionale. La revisione delle regole prudenziali ha accresciuto i requisiti patrimoniali sui derivati, li ha introdotti nella definizione dei limiti alla leva finanziaria e ha stabilito requisiti specifici e più severi sull'operatività in prodotti derivati. Emerge, anche dalle analisi ispettive, un quadro nel complesso rassicurante per il nostro sistema bancario. Le aree che oggi richiedono maggiore attenzione sono l'esposizione al rischio di tasso e le modalità di interazione con la clientela, che se non improntate a piena correttezza e trasparenza possono minare la reputazione degli intermediari.

³⁴ La dinamica del debito è stata accresciuta anche dagli esborsi netti – valutabili nell'ordine di 3,7 miliardi – generati nel 2014 dagli strumenti derivati.

A seguito dei miglioramenti realizzati negli ultimi anni, l'informazione statistica sul valore di mercato e sui flussi generati dai derivati delle Amministrazioni pubbliche italiane è ora sostanzialmente completa. Sfugge alle rilevazioni il solo valore di mercato dei contratti delle Amministrazioni locali con controparti estere; dovrebbe trattarsi comunque di un importo relativamente modesto per la finanza pubblica nel suo complesso, destinato per di più a ridursi nei prossimi anni per effetto del sostanziale divieto di stipula di nuovi contratti.

Con riferimento alle Amministrazioni centrali, l'uso di strumenti derivati non può che far parte di un approccio integrato alla gestione dei rischi. Nella misura in cui vi è il necessario spazio di mercato, emettere a tasso fisso, per una durata adeguata e in euro consente oggi di proteggersi dalle oscillazioni dei tassi e dei cambi, senza ricorrere a strumenti complessi, e in più di circoscrivere il rischio di rifinanziamento.

Alcuni arricchimenti del set informativo potrebbero aiutare a comunicare con efficacia al Parlamento, all'opinione pubblica e ai mercati, nel quadro della gestione complessiva del debito pubblico, le finalità delle politiche concretamente perseguite, i rischi connessi, gli effetti sul bilancio pubblico, i criteri di scelta delle controparti. Informazioni sul profilo atteso dei flussi nei prossimi anni e sulla sensibilità del valore di mercato a variazioni delle variabili finanziarie possono utilmente far parte di una politica di comunicazione regolare e trasparente.

È importante dedicare la massima attenzione alla funzione di controllo dei rischi. Alle banche la normativa e la migliore prassi impongono l'istituzione di specifiche funzioni aziendali incaricate del monitoraggio e della gestione dei rischi, distinte dalle funzioni che propongono e attuano le transazioni³⁵; le funzioni di monitoraggio e controllo devono essere permanenti e indipendenti, e dotate dell'autorità, delle risorse e delle competenze necessarie per lo svolgimento dei loro compiti. Per lo Stato, in assenza di esplicite previsioni normative in merito, nell'utilizzare, se necessario, questi strumenti, i progressi nella comunicazione saranno utilmente accompagnati dal rafforzamento e dalla più chiara

³⁵ A tali funzioni compete, tra l'altro, lo sviluppo e l'uso di metriche di rischio affidabili, nonché l'adozione e il monitoraggio di limiti operativi idonei a garantire l'allineamento delle strategie agli indirizzi formulati dai livelli decisionali più elevati. È promosso l'utilizzo combinato di metriche complementari al fine di analizzare i rischi secondo prospettive molteplici ed è prescritto il regolare ricorso a esercizi di *stress test* per misurare in modo integrato e prospettico il proprio grado di vulnerabilità a fronte di vari scenari di rischio.

formalizzazione delle attribuzioni delle strutture esistenti, uniformandosi per quanto possibile alle migliori prassi delle istituzioni finanziarie e tenendo conto delle indicazioni dei principali organismi internazionali³⁶.

Gli oneri per le finanze pubbliche legati alle operazioni in derivati vanno valutati a fronte della funzione “assicurativa” svolta da tali operazioni, e tenendo conto del fatto che essi sono frutto di scelte passate, in parte compiute in una situazione dei mercati finanziari completamente diversa da quella attuale. Alla luce dei cambiamenti nel contesto istituzionale ed economico occorsi negli ultimi anni, non si può che mirare a far fronte con le migliori strutture tecniche e organizzative possibili agli scenari oggi potenzialmente più rischiosi per le finanze pubbliche.

³⁶ Si veda, in particolare, lo *Staff Report on the Revised Guidelines for Public Debt Management*, March 2014, del Fondo Monetario Internazionale e della Banca Mondiale.

APPENDICE 1

Riforme regolamentari nel settore finanziario e rischi dell'operatività in derivati

Le regole sulla misurazione dei rischi e sul calcolo dei requisiti patrimoniali stabilite nell'Accordo di Basilea 2, recepite nella normativa comunitaria dalle direttive 2006/48 e 2006/49 (note rispettivamente come "CRD" e "CAD"), sono state riviste in due occasioni.

Un primo intervento è avvenuto nel 2009 (cosiddetta "Basilea 2.5", riforma regolamentare recepita nel nostro paese nel 2011) poiché durante la crisi finanziaria globale le perdite derivanti da posizioni incluse nel portafoglio di negoziazione, compresi gli strumenti finanziari derivati, sono state particolarmente elevate. "Basilea 2.5" ha rivisto le metodologie di calcolo dei requisiti patrimoniali in modo più conservativo, soprattutto nel caso di valutazioni effettuate dalle banche utilizzando propri modelli interni.

"Basilea 2.5" ha anticipato la revisione di più ampio respiro in materia di rischi di mercato attualmente in discussione presso il Comitato di Basilea (cosiddetta *fundamental review*).

Il secondo, più corposo, pacchetto di emendamenti all'accordo di Basilea è stato pubblicato nel 2011 (cosiddetto "Basilea 3", entrato in vigore in Italia nel 2014 ai sensi del Regolamento UE n. 575/2013, noto come "CRR") e ha modificato in modo più organico la disciplina prudenziale.

È ora previsto un nuovo presidio patrimoniale al fine di coprire eventuali perdite dovute alla variazione del merito creditizio della controparte (cosiddetto *Credit Valuation Adjustment*, CVA), capace di influire sul *fair value* (valore di mercato se disponibile, o, comunque, valore equo) della posizione assunta. Tale misura costituisce parte integrante del requisito patrimoniale a fronte del rischio di controparte già previsto nella normativa prudenziale, il quale, però, misura il rischio di perdita nel solo caso di insolvenza della controparte contrattuale. A livello comunitario sono previste alcune esenzioni in relazione alla natura della controparte contrattuale (ad esempio, gli enti del settore pubblico).

In linea con le richieste del G-20 volte a contenere la rischiosità dei contratti derivati, nel marzo 2014 il Comitato di Basilea ha rivisto le regole per il calcolo del rischio di controparte associato ai contratti derivati (OTC e quotati) nonché alle transazioni con regolamento a lungo termine³⁷ (cd. *long settlement transactions*). La nuova metodologia standardizzata (SA-CCR) che entrerà in vigore nel 2017 si caratterizza per una maggiore capacità di misurare e calibrare il rischio dal momento che distingue tra contratti soggetti a marginazione e contratti non soggetti a marginazione; tiene, inoltre, conto più precisamente dei benefici derivanti dalla compensazione tra le posizioni creditorie e debitorie.

³⁷ Le transazioni con regolamento a lungo termine sono operazioni nelle quali il regolamento tra le controparti avviene ad una data successiva rispetto a quella definita dalle prassi di mercato. Ad esempio se il regolamento è di norma stabilito a tre giorni, nelle operazioni a lungo termine si regola a cinque o sette giorni.

Nel periodo che ha preceduto la crisi finanziaria si registrava una leva finanziaria eccessiva, non dovutamente contenuta dai requisiti patrimoniali espressi in termini di attività ponderate per il rischio, proprio perché le misurazioni del rischio di alcuni strumenti finanziari si sono poi rivelate inadeguate. A tal fine è stata introdotta una misura di *backstop* semplice, trasparente e non basata sulle metriche di rischio, l'indice di leva finanziaria. Tale misura si basa essenzialmente sui valori di bilancio delle esposizioni, con alcuni correttivi di carattere "prudenziale" quali ad esempio una maggiorazione (*add-on*) relativa all'esposizione futura potenziale su derivati. La misura di leva non considera, di norma, gli effetti di mitigazione del rischio rappresentati dalle garanzie ricevute; la revisione del *framework* di Basilea del gennaio 2014 ha tuttavia riconosciuto la possibilità di compensare l'esposizione in derivati con i margini di variazione in contante ricevuti dalla controparte, nel rispetto di stringenti requisiti fissati dalla normativa. Specifiche modalità di valorizzazione sono previste per le vendite di protezione tramite derivati creditizi, tese a cogliere l'esposizione creditizia sul sottostante. In generale, ci si attende che questa nuova misura regolamentare possa efficacemente limitare l'eccessivo ricorso alla leva realizzato anche mediante l'operatività in strumenti finanziari derivati.

Per quanto concerne il rischio di liquidità, sono state introdotte a partire dal dicembre 2010, per la prima volta su scala internazionale, misure quantitative armonizzate per il contenimento di tale rischio. Il requisito di copertura della liquidità (cosiddetto "LCR") mira ad assicurare che le banche dispongano di risorse liquide sufficienti a far fronte ai propri deflussi di cassa netti nell'orizzonte di 30 giorni in una situazione di stress idiosincratico e di mercato. Il requisito di finanziamento stabile netto (cosiddetto "NSFR"), invece, richiede che le banche dispongano di fonti di finanziamento stabili in misura sufficiente a coprire i propri attivi su un orizzonte temporale di un anno. In entrambi gli indicatori, il trattamento degli strumenti finanziari derivati è definito in dettaglio e improntato a prudenza. Nel requisito di copertura della liquidità, che entrerà in vigore il prossimo mese di ottobre in Europa, le banche devono includere nel calcolo dell'indicatore tutti i possibili esborsi che in situazioni di stress possono derivare dalla propria operatività in tali strumenti³⁸. Nel requisito di finanziamento stabile, invece, vengono imposti limiti alla compensazione tra poste attive e passive derivanti da strumenti finanziari derivati; inoltre è previsto l'obbligo di detenere — in ogni caso — un certo ammontare di finanziamento di natura stabile a fronte di detta operatività³⁹. Questa regolamentazione entrerà in vigore a livello internazionale a partire dal 1° gennaio 2018.

³⁸ Ad esempio, si richiede di tenere conto del probabile deprezzamento del valore dei titoli ricevuti in garanzia, ovvero dei maggiori esborsi dovuti in caso di peggioramento del proprio merito di credito anche legati all'operatività in derivati della banca.

³⁹ L'ammontare di finanziamento di natura stabile è calcolato sulla base dell'ammontare lordo delle passività in derivati rappresentato nel bilancio.

APPENDICE STATISTICA

Tav. 1

Rilevazione internazionale dei contratti derivati negoziati su mercati non regolamentati

(miliardi di euro e valori percentuali)

Fattori di rischio/tipologie contrattuali	Valore nozionale				Valore lordo di mercato (1)			
	dic-08	dic-11	dic-14	var.% 2008-14	dic-08	dic-11	dic-14	var.% 2008-14
Totale contratti	429.796	500.665	519.026	21	25.351	21.104	17.198	-32
Totale derivati su cambi	35.957	48.984	62.498	74	2.935	1.996	2.425	-17
Forward e swap su cambi	17.600	23.592	30.538	74	1.315	710	993	-25
Swap di valuta	10.736	17.614	19.936	86	1.173	1.019	1.113	-5
Opzioni	7.622	7.779	12.025	58	446	267	320	-28
Totale derivati su tassi	310.884	389.610	416.320	34	14.433	15.458	12.856	-11
Forward rate agreement	29.883	39.103	66.581	123	119	52	119	1
Interest rate swap	245.116	311.161	313.836	28	13.047	13.947	11.487	-12
Opzioni	35.904	39.347	35.904	-0	1.268	1.459	1.249	-1
Totale derivati su azioni	4.650	4.623	6.541	41	799	525	507	-37
Forward and swap	1.169	1.343	2.055	76	241	121	147	-39
Opzioni	3.481	3.280	4.486	29	558	404	360	-36
Totale derivati su materie prime	3.181	2.389	1.539	-52	686	372	261	-62
Oro	284	403	247	-13	47	58	26	-44
Altre materie prime	2.897	1.986	1.291	-55	640	313	235	-63
Totale derivati su crediti (CDS)	30.095	22.124	13.507	-55	3.676	1.226	488	-87
Strumenti single-name	18.495	13.034	7.447	-60	2.345	740	301	-87
Strumenti multi-name	11.599	9.090	6.060	-48	1.332	485	187	-86
Non allocati	45.029	32.934	18.622	-59	2.822	1.529	661	-77

Fonte: Bank for International Settlements, Semiannual Over-The-Counter (OTC) Derivatives Markets Statistics. Statistiche su base consolidata rilevate presso un campione di banche di 13 paesi sviluppati.

(1) Ottenuto come somma in valore assoluto dei valori positivi e negativi.

Tav. 2

Derivati finanziari e creditizi delle banche operanti in Italia - valori nozionali (1)*(milioni di euro e valori percentuali)*

	dicembre-08		dicembre-11		dicembre-14		var. % 2008-14
	importo	comp. %	importo	comp. %	importo	comp. %	
Derivati finanziari	9.007.395	100,0	9.690.902	100,0	6.751.778	100,0	-25,0
<i>di cui:</i>							
controparti non residenti	6.122.104	68,0	6.537.916	67,5	4.444.010	65,8	-27,4
<i>Società finanziarie</i>	5.654.815	62,8	6.514.483	67,2	4.403.933	65,2	-22,1
<i>Società non finanziarie</i>	458.271	5,1	11.977	0,1	19.910	0,3	-95,7
<i>Altro</i>	4.401	0,0	11.127	0,1	19.482	0,3	342,7
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	4.539	0,1	268	0,0	559	0,0	-87,7
<i>Famiglie</i>	75	0,0	58	0,0	123	0,0	63,3
<i>Ist. senza scopo di lucro</i>	2	0,0	3	0,0	2	0,0	-1,9
controparti residenti	2.885.291	32,0	3.152.987	32,5	2.307.768	34,2	-20,0
<i>Società finanziarie</i>	2.547.788	28,3	2.876.145	29,7	2.128.896	31,5	-16,4
<i>Società non finanziarie</i>	226.156	2,5	196.311	2,0	127.712	1,9	-43,5
<i>Altro</i>	35.336	0,4	39.628	0,4	15.252	0,2	-56,8
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	42.147	0,5	24.917	0,3	26.241	0,4	-37,7
<i>Famiglie</i>	31.625	0,4	14.962	0,2	9.209	0,1	-70,9
<i>Ist. senza scopo di lucro</i>	2.239	0,0	1.024	0,0	458	0,0	-79,6
Derivati creditizi	225.778	100,0	397.352	100,0	222.986	100,0	-1,2
<i>di cui:</i>							
controparti non residenti	220.261	97,6	389.066	97,9	218.594	98,0	-0,8
<i>Società finanziarie</i>	220.190	98	389.017	97,9	218.594	98,0	-0,7
<i>Società non finanziarie</i>	60	0	38	0,0	-	0,0	-100,0
<i>Altro</i>	11	0	1	0,0	-	0	-
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	-	-	10	-	-	0	-
controparti residenti	5.517	2,4	8.287	2,1	4.392	2,0	-20,4
<i>Società finanziarie</i>	3.137	1,4	5.261	1,3	3.243	1,5	3,4
<i>Altro</i>	711	0,3	2.091	0,5	223	0,1	-68,6
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	1.628	0,7	694	0,2	922	0,4	-43,4
<i>Famiglie</i>	4	0,0	4	0,0	4	0,0	-
<i>Società non finanziarie</i>	37	0,0	36	0,0	-	0	-

Fonte: Banca d'Italia, segnalazioni di vigilanza.

(1) Per banche operanti in Italia si intendono le banche autorizzate in Italia e le filiali italiane di banche estere.

Tav. 3

Derivati finanziari e creditizi delle banche operanti in Italia - valori di mercato (1)

(milioni di euro e valori percentuali)

	dicembre-08		dicembre-11		dicembre-14	
	importo	comp. %	importo	comp. %	importo	comp. %
Derivati finanziari						
Valore di mercato positivo	157.787	100,0	221.318	100,0	225.492	100,0
<i>di cui:</i>						
controparti non residenti	93.513	59,3	135.536	61,2	142.078	63,0
controparti residenti	64.274	40,7	85.782	38,8	83.414	37,0
<i>Società finanziarie</i>	52.499	33,3	73.829	33,4	67.366	29,9
<i>Società non finanziarie</i>	7.153	4,5	7.532	3,4	7.265	3,2
<i>Altro</i>	780	0,5	57	0,0	32	0,0
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	2.692	1,7	3.966	1,8	8.601	3,8
<i>Famiglie</i>	1.109	0,7	357	0,2	114	0,1
<i>Ist. senza scopo di lucro</i>	41	0,0	39	0,0	36	0,0
Valore di mercato negativo	167.339	100,0	227.977	100,0	245.337	100,0
<i>di cui:</i>						
controparti non residenti	110.472	66,0	153.161	67,2	165.967	67,6
controparti residenti	56.867	34,0	74.816	32,8	79.371	32,4
<i>Società finanziarie</i>	51.805	31,0	71.202	31,2	71.976	29,3
<i>Società non finanziarie</i>	1.539	0,9	1.788	0,8	2.448	1,0
<i>Altro</i>	2.895	1,7	1.382	0,6	4.733	1,9
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	193	0,1	315	0,1	113	0,0
<i>Famiglie</i>	417	0,2	127	0,1	99	0,0
<i>Ist. senza scopo di lucro</i>	18	0,0	2	0,0	1	0,0
Derivati creditizi						
Valore di mercato positivo	6.799	100,0	9.014	100,0	2.619	100,0
<i>di cui:</i>						
controparti non residenti	6.583	96,8	8.465	93,9	2.207	84,3
controparti residenti	216	3,2	549	6,1	412	15,7
<i>Società finanziarie</i>	107	1,6	239	2,7	232	8,9
<i>Società non finanziarie</i>	-	-	5	0,1	-	0,0
<i>Altro</i>	18	0,3	144	1,6	15	0,6
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	90	1,3	161	1,8	165	6,3
<i>Famiglie</i>	-	-	-	-	-	-
<i>Ist. senza scopo di lucro</i>	-	-	-	-	-	-
Valore di mercato negativo	6.495	100,0	9.492	100,0	3.169	100,0
<i>di cui:</i>						
controparti non residenti	6.360	97,9	8.966	94,5	2.499	78,9
controparti residenti	135	2,1	526	5,5	669	21,1
<i>Società finanziarie</i>	101	1,6	419	4,4	658	20,8
<i>Società non finanziarie</i>	5	0,1	1	0,0	-	-
<i>Altro</i>	30	0,5	99	1,0	11	0,4
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	-	-	6	0,1	-	-
<i>Famiglie</i>	-	-	-	-	-	-
<i>Ist. senza scopo di lucro</i>	-	-	-	-	-	-
Derivati creditizi e finanziari						
Valore lordo di mercato	338.420	100,0	467.801	100,0	476.618	100,0
<i>di cui:</i>						
controparti non residenti	216.928	64,1	306.129	65,4	312.752	65,6
controparti residenti	121.492	35,9	161.673	34,6	163.866	34,4
<i>Società finanziarie</i>	104.513	30,9	145.690	31,1	140.233	29,4
<i>Società non finanziarie</i>	8.697	2,6	9.326	2,0	9.713	2,0
<i>Altro</i>	3.723	1,1	1.683	0,4	4.791	1,0
<i>Amministrazioni pubbliche</i>	2.975	0,9	4.449	1,0	8.878	1,9
<i>Famiglie</i>	1.527	0,5	484	0,1	213	0,0
<i>Ist. senza scopo di lucro</i>	58	0,0	41	0,0	37	0,0

Fonte: Banca d'Italia, segnalazioni di vigilanza.

(1) Per banche operanti in Italia si intendono le banche autorizzate in Italia e le filiali italiane di banche estere.

Tav. 4

Gli strumenti finanziari derivati nelle statistiche italiane*(miliardi di euro)*

CONSISTENZE A FINE ANNO					FLUSSI (1)
Conti finanziari			Debito pubblico		
Passività nette in derivati	Componente di prestito nei contratti derivati	Passività nette in derivati	Componente di prestito nei contratti derivati		
2006	22,8	1,3	-	1,3	0,1
2007	18,1	1,1	-	1,1	0,1
2008	26,8	1,0	-	1,0	0,9
2009	21,4	0,9	-	0,9	0,8
2010	18,8	0,8	-	0,8	2,0
2011	27,6	0,9	-	0,9	2,4
2012	34,3	1,0	-	1,0	5,6
2013	29,0	1,7	-	1,7	3,5
2014	40,6	3,4	-	3,4	5,5

(1) I flussi includono gli esborsi netti e le riclassificazioni nel debito pubblico di passività in derivati.

PAGINA BIANCA

PAGINA BIANCA

€ 4,00



17STC0012000