

**COMMISSIONE VI
FINANZE**

RESOCONTO STENOGRAFICO

INDAGINE CONOSCITIVA

10.

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 3 GIUGNO 2015

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **DANIELE CAPEZZONE**

INDICE

	PAG.		PAG.
Sulla pubblicità dei lavori:		Causi Marco (PD)	7
Capezzone Daniele, <i>presidente</i>	2	Mazzucchelli Marco, <i>managing director of Bank Julius Baer & Co. Ltd</i>	2, 7
INDAGINE CONOSCITIVA SULLE TEMATICHE RELATIVE AGLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		Paglia Giovanni (SEL)	6
Audizione del dottor Marco Mazzucchelli:		Audizione del professor Emilio Barucci:	
Capezzone Daniele, <i>presidente</i>	2, 6, 7, 11	Capezzone Daniele, <i>presidente</i>	11, 17, 18
Alberti Dino (M5S)	7	Barucci Emilio, <i>professore di matematica finanziaria presso il Politecnico di Milano</i> .	11, 17
Barbanti Sebastiano (Misto-AL)	6	ALLEGATO: Documentazione depositata dal professor Emilio Barucci	19

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.

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
DANIELE CAPEZZONE

La seduta comincia alle 13.15.

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 del dottor Marco Mazzucchelli.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle tematiche relative agli strumenti finanziari derivati, l'audizione del dottor Marco Mazzucchelli.

Saluto i nostri colleghi e il nostro ospite, il dottor Mazzucchelli, che ci esporrà le sue opinioni sul tema degli strumenti finanziari derivati e, dopo il suo intervento iniziale, spero avrà la cortesia di rispondere a qualche domanda dei colleghi.

Do la parola al dottor Mazzucchelli.

MARCO MAZZUCHELLI, *managing director of Bank Julius Baer & Co. Ltd.* Presidente, la ringrazio innanzitutto per essere stato convocato per quest'audizione. Mi fa molto piacere poter fornire il mio contributo.

Ho letto le relazioni svolte dagli altri soggetti che sono stati auditi nel corso di questa indagine conoscitiva e ho letto molte presentazioni teoriche e *slide*. Ho pensato, quindi, fosse meglio non ricorrere

a questa modalità, anche perché credo che ormai abbiate ben chiaro come funziona il mercato dei derivati e che cosa sono questi prodotti finanziari.

Volevo dunque esporre un punto di vista un po' diverso, che credo possa essere utile in quest'analisi. Lavoro da circa trent'anni nel mercato finanziario, quasi sempre all'estero e, nel corso di questo periodo, ho ricoperto molti ruoli di responsabilità nell'industria finanziaria in banche d'investimento e banche commerciali, in compagnie assicurative e società di gestione di risparmio, oggi in una banca privata.

Vorrei pertanto portare come mio contributo l'esperienza pratica dell'addetto ai lavori, di chi cioè era dall'altra parte rispetto a queste operazioni. Un elemento importante, di cui cerco sempre di fare tesoro e che mi sento di ribadire in tutte le occasioni, è che è sempre importante contestualizzare qualunque valutazione e giudizio nel tempo e nello spazio. In particolare per quanto riguarda il mercato finanziario, gli ultimi trent'anni sono stati caratterizzati da un ciclo di cambiamenti e di modificazioni strutturali tale che usare un metro di giudizio odierno per valutare il passato, oltre che essere fuorviante, sarebbe anche probabilmente intellettualmente poco corretto.

Mi piacerebbe ripercorrere rapidamente con voi la mia esperienza, come operatore sui mercati finanziari negli ultimi trent'anni, del percorso finanziario compiuto dal nostro Paese. Vorrei farlo ricordando due episodi che ho vissuto in prima persona, i quali sembrano molto lontani nel tempo, ma che non lo sono poi tanto.

Il primo è avvenuto nel 1987. Nel corso dell'estate si creò una situazione estrema-

mente delicata, che forse oggi nessuno ricorda. Il mercato dei titoli di Stato italiano era caratterizzato dalla presenza esclusiva di titoli a tasso variabile, cioè dai CCT, e di BOT a breve. La durata dei titoli del debito era di poco superiore a un anno. Non esisteva un mercato secondario e non esisteva nemmeno un mercato primario regolare. Esisteva una sola banca — io lavoravo già all'estero, per una banca americana — che faceva un'attività di *market making*: si trattava della BNL, la quale svolgeva questo ruolo, molto presumibilmente, in contropartita del Ministero del Tesoro. Non esistevano circuiti telematici di negoziazione; queste avvenivano telefonicamente. C'era soltanto la pagina Reuters, su cui la BNL mostrava i prezzi.

Nel corso dell'estate la BNL sospese di fare tali prezzi dei titoli di Stato, poiché il debito pubblico italiano attraversava una fase piuttosto difficile. Va ricordato, infatti, che nell'ottobre di quell'anno ci fu il crollo della Borsa negli Stati Uniti.

Per circa un mese i prezzi dei titoli di Stato dunque non ci furono. Con riferimento ai titoli a tasso variabile, i quali in quel momento erano quotati a circa 97-98 centesimi il prospetto successivo, all'inizio di settembre, mostrava una loro quotazione a 90 centesimi e, successivamente, essi scesero fino a 85. Stiamo parlando di titoli a tasso variabile, che fissano la propria cedola ogni sei mesi.

Il secondo episodio avvenne nell'autunno del 1992, quindi dopo l'uscita della sterlina dal sistema monetario europeo, l'allargamento delle bande di fluttuazione per la lira, la svalutazione della lira stessa e la manovra finanziaria dell'allora Presidente del Consiglio Giuliano Amato, con i relativi interventi patrimoniali sui depositi bancari. L'Italia aveva iniziato a emettere titoli a tasso fisso a scadenza molto breve, pari a 2-3 anni.

Nell'autunno del 1992 le prime aste dei titoli di Stato italiani in settembre andarono praticamente deserte. Soltanto l'intervento del fondo speculativo *Quantum Fund* di George Soros, nell'ottobre 1992, permise al Tesoro di emettere titoli. Il fondo di George Soros comprò pratica-

mente tutti i titoli emessi attraverso la banca in cui lavoravo, una banca americana con sede a Londra, e lo stesso fece poi all'asta di metà ottobre e a quella di inizio novembre dello stesso anno.

Il fatto che furono trovati prezzi di collocamento dei titoli permise di ridare una sorta di stabilità al mercato. Poi si ripartì con un circuito di emissione più regolare.

Ho ricordato questi due episodi perché, a mio avviso, essi possono sembrare di un'altra era geologica, ma stiamo parlando, in realtà, di poco più di vent'anni fa. Se oggi ci troviamo a commentare l'utilizzo degli strumenti derivati da parte del Tesoro in una logica di ottimizzazione della gestione del debito pubblico, è perché il Tesoro si è potuto permettere di affrontare questi temi di ottimizzazione finanziaria, anziché dover far fronte alla costante emergenza di un possibile *default*.

L'Italia di venticinque anni fa era un Paese finanziariamente sottosviluppato, il quale si trovava in una situazione paragonabile a quella della Turchia, dell'Indonesia o della Russia di oggi. Era quindi un Paese considerato poco affidabile, poco trasparente e poco competente sui mercati.

Credo che questa contestualizzazione sia molto importante, posto che stiamo discutendo operazioni compiute anche molto tempo fa. Forse è opportuno affrontarle in questa prospettiva.

Ricordo perfettamente le prime operazioni di copertura, all'inizio degli anni Novanta, nelle quali il Tesoro fece ricorso agli strumenti derivati. Nella Direzione generale del Tesoro era stata costituita una nuova *équipe* di grande livello, sotto la guida del professor Draghi, di cui facevano parte i professori Spaventa, Giavazzi, Giovannini, Grilli, Piga e altri, persone di grande spessore dal punto di vista accademico e istituzionale, ma ancora piuttosto a digiuno dal punto di vista dell'utilizzo di strumenti finanziari.

È per questo motivo che il primo utilizzo dei derivati all'inizio degli anni Novanta — ricordo che io stesso consigliai al Tesoro di adottare questo tipo di ap-

proccio — seguì una logica di gradualità, attraverso poche operazioni molto limitate per testare il mercato e con l'utilizzo di contratti che oggi potrebbero sembrare inadeguati, ma seguendo un approccio che allora era stato così concepito in modo intenzionale. Si trattava di contratti che permettevano di correre ai ripari rapidamente qualora queste operazioni non fossero andate a buon fine, lasciando alla controparte — all'inizio unilateralmente — la possibilità di rescindere anticipatamente questi contratti se ci fosse stata una situazione di perdita per il Tesoro.

A livello di emittenti europei, tali situazioni non si sono poi verificate e il Tesoro ha continuato a operare divenendo, nel corso degli ultimi venti anni, forse l'operatore più qualificato e più professionale; sicuramente molto più qualificato di altri Paesi che hanno una potenza economica superiore alla nostra. Si è sviluppato infatti, in quest'ambito, un *set* di competenze di prim'ordine.

Se portiamo avanti l'orizzonte temporale, nel 2011 si è scatenata la tempesta perfetta. Io credo che a memoria d'uomo non sia mai avvenuto nulla di simile e non credo che vedremo mai nulla di simile nella nostra vita, in condizione di pace quantomeno. Si tratta di una combinazione letale di crisi finanziaria mondiale e di recessione molto perniciosa a livello planetario, che mina le fondamenta di un sistema monetario, quello europeo, e che, pertanto, si traduce in un avvilitamento del merito di credito e della reputazione dei Paesi ad alto debito, tra cui l'Italia.

Crede che non si renderà mai sufficientemente merito a quello che il *team* del Tesoro ha fatto proprio in quel quinquennio, dal 2008 al 2012. Ha tenuto la barra dritta, ha continuato ad affrontare il mercato con grande metodo e disciplina, continuando a emettere e a essere presente sul mercato anche quando voci molto autorevoli, sia italiane, sia estere, suggerivano al Tesoro di ritirarsi dal mercato, e di non emettere in quel momento, perché sarebbe stato pericoloso.

Crede che proprio il fatto che il Tesoro abbia mantenuto la barra dritta e questa

politica di emissione e di gestione del debito anche nei momenti più difficili ci permetta oggi di avere una durata del debito oltre i sei anni e mezzo e di avere oltre l'80 per cento del nostro debito a tasso fisso. È esattamente la situazione opposta rispetto a quella che vi descrivevo come prevalente fino a 20-25 anni fa.

Il portafoglio derivati della pubblica amministrazione, e in special modo del Tesoro, è stato sempre costituito con una logica di copertura assicurativa per minimizzare il costo immediato e prospettico del debito e, di conseguenza, ridurre il *deficit*.

Ho letto le relazioni consegnate dagli altri soggetti che sono stati auditi. Mi domando se si sia provato a quantificare il valore di questa copertura assicurativa non soltanto *ex ante*, cioè al momento in cui sono state fatte queste operazioni, sulla base di scenari probabilistici, ma anche *ex post*. Per esempio, sono certo che nel biennio 2007-2008, quando eravamo « distratti » dalla crisi Lehman Brothers e da altri avvenimenti traumatici, c'è stato sicuramente un momento in cui il Tesoro si è trovato in una situazione opposta rispetto a quella odierna, nella quale ha incassato, attraverso operazioni di *swap*, un tasso variabile superiore rispetto a quello che pagava in quel momento dal punto di vista del costo dei BOT in emissione. Si è potuto permettere di emettere BOT, ossia titoli a scadenza relativamente breve, perché nel frattempo non c'era più l'incubo del rifinanziamento. La durata del debito era diventata talmente lunga che si poteva pensare, in quelle circostanze, di non appesantire il costo del debito emettendo soltanto a breve.

Crede che questa logica di cristallizzazione dei costi a un livello sostenibile e di allungamento della *duration* sia stata alla base delle operazioni di *swaption* che il Tesoro ha realizzato fino a circa dieci anni fa. A mio avviso, ha fatto molto bene allora a incassare dei premi importanti a fronte della facoltà, concessa alle controparti, di fissare un tasso di finanziamento per il Tesoro a trent'anni al 4 per cento.

Teniamo presente che questa era una circostanza senza precedenti. A parte il fatto che il Tesoro non aveva mai emesso a così lungo termine, soprattutto non aveva certamente potuto mai emettere a questi livelli di tasso. Questo fatto, quindi, sfidava l'incredulità.

Posto che ieri i tassi Euribor erano a 1,5 — oggi probabilmente sono già a 1,75, dato che è in corso un *repricing* molto veloce della curva dei rendimenti in questi giorni — la scelta di bloccare il costo del debito al 3-4 per cento può sembrare scriteriata. Credo, invece, che la vera anomalia non sia il fatto che allora furono fissati questi costi; la vera anomalia è l'andamento di oggi. Una curva di rendimenti come quella che abbiamo avuto fino a qualche giorno fa è decisamente un'anomalia che avrà conseguenze molto importanti sul sistema economico, delle quali ci renderemo conto — io credo — soltanto tra qualche anno.

Questa situazione di tassi negativi, di mancato premio per il rischio sulle scadenze e, in generale, di incentivo da parte delle banche centrali a cercare di prendere più rischi finanziari, è una situazione di cui credo che ci pentiremo molto presto. La curva dei rendimenti, in condizioni normali, ha un'inclinazione positiva. Parte da un livello di tassi a breve che dovrebbe essere allineato al tasso di inflazione e ha un livello di tassi a lungo termine pari al tasso di crescita nominale, ossia al tasso di inflazione più il tasso di crescita reale.

Pertanto, noi dovremmo avere una curva, in condizioni normali, con tassi a breve tra lo 0,50 e l'1 per cento e tassi a lungo termine tra il 3 e il 4 per cento, che, guarda caso, è proprio il *break even* che il Tesoro ha sulle sue operazioni. Oggi il Tesoro ha il *break even* al 3 per cento a vent'anni. Dovrebbe essere, in realtà, un tasso normale, ma oggi sembra un tasso quasi fuori mercato.

Credo che presto, quando sarà terminato il *Quantitative easing* della Banca centrale, quindi tra circa un anno, ci troveremo a interrogarci non sul fatto che il Tesoro abbia questo *mark to market* negativo sui propri derivati, ma

sul motivo per cui non si sia approfittato del biennio 2014-2015 per fissare il costo del nostro debito in modo quasi «perpetuo» al 2 per cento.

Questa sarebbe la strategia ottimale. Se un Paese, un'azienda o una famiglia non riescono a sostenere un costo di rifinanziamento del 2 per cento, il problema non è più un problema finanziario, bensì di insolvenza. Nel momento in cui c'è la possibilità di bloccare i tassi a questo livello, questo va fatto senza nemmeno pensarci due volte.

Invece, osservo che, poiché c'è stata una demonizzazione di questi strumenti di copertura, il Tesoro ha praticamente, ormai da diversi anni, definitivamente abbandonato ogni tentativo di gestire in maniera proattiva il proprio profilo di rischio. Lo fa con le solite emissioni. D'accordo, continua a tenere il profilo del debito, ma non cerca più di utilizzare strumenti sintetici per minimizzarlo, per bloccarlo e per coprirsi assicurativamente.

A mio avviso, non sono gli strumenti derivati, o qualunque strumento finanziario, a essere buoni o cattivi in sé. Dipende tutto dall'utilizzo che se ne fa. Da questo punto di vista è un vero peccato che oggi non si utilizzi quella che è sicuramente una finestra unica nella storia dei sistemi finanziari moderni, e sicuramente unica per il nostro Paese.

Per converso, invece, faccio un'osservazione circa un fenomeno che ai molti forse appare normale, ma che, secondo me, diventerà molto più preoccupante. Il Tesoro non fa queste operazioni, ma c'è una larga parte del sistema bancario, soprattutto le banche medio-piccole, che ha completamente rinunciato a svolgere il ruolo di intermediario creditizio. Le uniche operazioni che fanno queste banche sono attività di speculazione finanziaria. Sono delle specie di *hedge fund* mascherati perché comprano titoli a lungo termine — moltissimi li hanno comprati negli ultimi sei, nove o dodici mesi — e li rifinanziano con la Banca centrale a una scadenza più corta.

Il risultato è quello che avete visto: i tassi BTP a dieci anni sono passati

dall'1,20 al 2,20 e molte banche oggi «siedono» su perdite importanti, che si accumulano alle perdite che hanno sul portafoglio crediti che finora non hanno subito, perché non sono stati fatti gli accantonamenti, e hanno una situazione patrimoniale assolutamente deficitaria, la quale per molte banche non sarà risolvibile, dato che non tutti oggi possono andare sul mercato a raccogliere capitali.

Credo che questo «turismo speculativo» da parte delle banche sarà la vera eredità di questi anni e che la pagheremo a caro prezzo. D'altra parte, invece, quella che sarebbe stata una grandissima opportunità, ossia la possibilità di congelare il costo del debito a livelli davvero anomalmente bassi, l'abbiamo perduta, perché abbiamo demonizzato questa gestione attiva del costo del debito.

La ringrazio, presidente. Ho concluso il mio intervento.

PRESIDENTE. Grazie a lei, dottor Mazzucchelli. Se posso porre una prima questione — invito poi tutti i colleghi a intervenire — seguendo il filo del suo ragionamento, relativo a questa finestra di opportunità di, per così dire, *freeze the situation*, che cosa accadrebbe di molto spiacevole se continuassimo a non cogliere tale occasione e arrivassimo alla scadenza del *Quantitative easing* in questa situazione? Se, alla fine del 2016, permarrà l'attuale *stock* del debito e la presente situazione sui derivati, quale sarà la stretta che il nostro Paese rischia di subire in termini di *risk premium* richiesto dai mercati?

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

SEBASTIANO BARBANTI. Innanzitutto, grazie, dottore, per aver fornito un quadro molto interessante, e soprattutto per aver trattato uno strumento di cui si parla poco, ma che, visto il contesto attuale, a me sembra piuttosto interessante. Mi riferisco al *bond* perpetuo, che utilizzo già, se ben ricordo, la Gran Bretagna nel secolo scorso per pagare i debiti derivanti

dalla guerra. Secondo lei, perché non si lancia un *bond* del genere anche per l'Italia? Forse non è un mercato attualmente reale? Se, invece, si potesse lanciare questo tipo di *bond*, quale sarebbe il tasso ipotetico che si potrebbe scontare?

Ovviamente, abbiamo aspettative di crescita, ragion per cui lanciare ora un *bond* perpetuo, in effetti, sembrerebbe come collocare questo strumento al di fuori del mercato — o nel mercato ma a un prezzo esageratamente alto — viste le prospettive che ci sono.

Sono d'accordo per quanto riguarda il «turismo speculativo» delle banche, ma purtroppo esso deriva da una normativa europea che lo consente. Di converso, le banche più piccole di determinate categorie sono imbrigliate da una normativa secondaria che non glielo consente. Forse in questo caso siamo stati più fortunati.

Secondo lei, non sarebbe opportuno ricalcare questa sorta di dualismo normativo, anche su quella di stampo europeo, cercando di indirizzare maggiormente gli investimenti delle banche nell'economia reale anziché nel turismo speculativo finanziario?

GIOVANNI PAGLIA. Sono assolutamente d'accordo con lei che questa «finestra» temporale sarebbe stato opportuno coglierla, anche per il fatto che si tratta di una finestra di carattere straordinario.

D'altronde, se guardiamo al mercato privato, in questo momento credo che chiunque negli ultimi mesi abbia avuto modo di dare qualche buon consiglio a qualsiasi famiglia mutuataria, ha consigliato i tassi fissi, posto che siamo a livelli di tassi talmente bassi che, sebbene i tassi variabili siano vicini allo zero, è evidente che, su operazioni a venti o trent'anni, probabilmente non si riprodurrà più una situazione come quella attuale.

L'osservazione che vorrei fare è quella che ha originato il ragionamento che stiamo provando a sviluppare in Commissione, con particolare riferimento ai derivati del Tesoro. Questa demonizzazione di cui lei parla potrebbe essere dovuta anche

a una mancanza di trasparenza anche al massimo livello politico, come può essere quello parlamentare.

Se persino il Parlamento, almeno fino a sei mesi fa, non aveva di fatto un quadro, non dico analitico, ma nemmeno sintetico delle attività in derivati del Tesoro, è difficile che un Paese arrivi a fidarsi di strumenti finanziari complessi. Se il livello di alfabetizzazione finanziaria è talmente basso che nemmeno le massime istituzioni politiche vengono ritenute in grado di comprendere quelli che sono, invece, strumenti che vengono utilizzati ampiamente... Ci saranno anche quelli particolarmente « esotici », ma non sono quelli di cui stiamo parlando.

Ripeto, credo che questo livello di segretezza che abbiamo riscontrato, e continuiamo tuttora a riscontrare, in realtà, alimenti anche un'ampia ondata di scarsa fiducia in tali strumenti e di scarsa conoscenza degli stessi, con conseguente blocco e inoperatività, anche in momenti in cui probabilmente operare potrebbe essere più utile.

Questa è l'osservazione che volevo fare.

MARCO CAUSI. Ringrazio il dottor Mazzucchelli. Mi associo alla domanda dell'onorevole Barbanti, perché le sue considerazioni sulla « finestra » di opportunità che attraversiamo in questa fase mi interessa molto. Vorrei capire come poter eventualmente fornire un indirizzo su questo, perché la finalità di questa indagine conoscitiva è approvare un documento conclusivo che conterrà — presumo — anche qualche opzione e qualche indirizzo per il Governo.

Passo alla domanda che le volevo fare. Lei ha sostanzialmente espresso una posizione in cui, anche attraverso una ricostruzione storica dei fatti, giustifica e difende le scelte gestionali del Tesoro da trent'anni a questa parte. Mi pare di capire che il punto fondamentale sia che noi partivamo da un debito interamente a tassi variabili, quindi molto rischioso e che, durante questi venticinque anni di gestione, lo *shift* sul tasso fisso abbia reso la gestione del debito molto più stabile. In

merito mi permetta di non essere particolarmente tecnico.

Detto questo, però, resta un tema: come mai gli altri Paesi usano questi stessi strumenti molto meno di noi? Nell'opinione pubblica, al livello anche di informazione televisiva e stampa, una delle questioni che hanno colpito è che la nostra esposizione in derivati è molto superiore a quella degli altri Paesi. Per esempio, in rapporto al debito pubblico, è molto superiore anche a quella tedesca, che ha un debito pubblico il quale, in valore assoluto, è superiore al nostro, pur essendo, in rapporto al PIL, più basso.

Perché l'Italia ha usato questo strumento e gli altri lo usano molto meno? È soltanto per i motivi che lei ha spiegato o c'è qualche altro elemento riguardante la valutazione comparata delle scelte gestionali rispetto ai debiti sovrani di altri Paesi? Vista la sua posizione di osservatore dei mercati internazionali, forse ci potrebbe aiutare a capire questo punto.

DINO ALBERTI. Riguardo alla questione della finestra del *Quantitative easing* da poter utilizzare per poter fare un'ulteriore copertura assicurativa mediante altri strumenti finanziari, vorrei che ci spiegasse, in modo molto semplice: come si coniugherebbe questa ipotesi con l'obiettivo del QE di andare ad aiutare l'economia reale? Parliamo del rapporto tra finanza ed economia reale: le due cose possono stare insieme? Come? Con quali rischi?

PRESIDENTE. Do la parola al dottor Mazzucchelli per la replica.

MARCO MAZZUCHELLI, *Managing director of Bank Julius Baer & Co. Ltd.* Vi ringrazio per le domande. Cercherò di andare direttamente al punto.

La prima domanda che mi faceva il presidente è: che cosa succederà nel momento in cui questa situazione si normalizzerà? Vediamo segnali molto forti — tra l'altro, vi posso dire che essi sono molto più percepiti al di fuori dell'Italia che non nel nostro Paese — del fatto che l'Italia sta

facendo passi giganteschi verso una maggiore sostenibilità della sua struttura di debito e della sua struttura di finanza pubblica in generale. Nel momento in cui si riavvierà un percorso di crescita, anche se limitato, ma comunque positivo e sostenibile, certamente ciò invertirà la spirale della trappola del debito.

Pertanto, non avremo più molti problemi che abbiamo dovuto affrontare nel 2011, quando c'era la percezione che non solo eravamo molto indebitati, ma anche che l'economia, continuando a contrarsi, non faceva che peggiorare il denominatore del rapporto tra debito e PIL. Era veramente un percorso vizioso, analogo a quello di cui stiamo discutendo in questi giorni per quanto riguarda la Grecia. Salvo che non si verificano eventi eccezionali, il merito di credito dell'Italia risulta migliorato in modo strutturale. Ciò vuol dire che pagheremo di più, perché saranno saliti i tassi, ma non credo che la situazione sarà tale per cui lo *spread* tornerà ai livelli precedenti. Pagheremo gli interessi sui nostri titoli pubblici 100, 120, 150 *basis point* in più della Germania. La Germania non pagherà più zero per cento; già oggi paga 0,75 e finirà per pagare l'1,5 per cento. Pertanto, noi pagheremo il 3-3,5 per cento perché la curva dei tassi si sarà riposizionata.

Chiaramente, rispetto a oggi l'onere del debito pubblico sarà superiore. D'altra parte, è ragionevole pensare che ci troveremo in quella situazione perché il sistema economico sarà tornato a crescere e, quindi, avremo un elemento a nostro favore, cioè la crescita del PIL. Pertanto, su questo fronte sono meno preoccupato. Certamente si tratterà di un costo-opportunità, se così si può dire.

Perché l'Italia non fa il *bond* perpetuo? Dal punto di vista finanziario, nel momento in cui si fanno *bond* ultra-trentennali o cinquantennali, è come se si emettessero *bond* perpetui, perché il valore attuale del capitale futuro è fondamentalmente nullo e, quindi, anche chi compra un *bond* a così lunga scadenza compra, di fatto, i flussi di cassa per i primi trent'anni più che il capitale finale.

Come saprete, con riferimento al debito greco è stata avanzata recentemente una proposta innovativa: convertirlo in una forma di indebitamento perpetuo in cui il costo, cioè i tassi, sia in funzione del tasso di crescita. Invece di avere tassi fissi o tassi indicizzati ai tassi Euribor, si tratterebbe di avere tassi legati alla crescita reale.

Penso si tratterebbe di una nicchia molto piccola. Anche nel caso inglese, dove esistono ancora i *console* i *perpetual*, essi costituiscono una componente limitatissima. Hanno una finalità, per così dire, segnaletica più che incidere veramente sul costo del debito.

C'è un altro aspetto, invece, che mi sembra molto importante. Quando parliamo di queste scadenze molto lunghe e, quindi, entriamo in una logica di finanza a lungo termine, sarebbe opportuno abbandonare, almeno in parte, la logica del debito che caratterizza tutto il modello europeo, per passare a una logica del capitale di rischio.

Il problema che abbiamo in Europa è il fatto che tutta l'Europa è basata sul debito, mentre le economie asiatiche o americane sono basate, in più larga misura, sull'*equity*, cioè sul capitale di rischio.

Se abbiamo un problema in Europa, Italia compresa, di aspettative di vita molto più lunghe e di rendimenti attesi dai portafogli pensionistici molto più bassi, la soluzione non è investire ancora di più in *bond* o di emetterne ancora di più, ma è convertire una parte di questo *stock* di risparmio in capitale di rischio, ossia partecipare davvero alla creazione di valore che un'economia genera e che confluisce nelle mani degli azionisti.

Piuttosto che emettere un *bond* perpetuo, propenderei per la creazione di un veicolo in cui venga conferita una parte importante del patrimonio pubblico e che emetta certificati, azioni e strumenti che costituiscano una quota parte del suo capitale. Sarebbe questo il modo per indurre la prospettiva di un qualunque in-

investitore a una logica a breve termine, pensando in chiave di creazione di valore a lungo termine.

Sulla questione del cosiddetto « turismo speculativo » forse mi sono espresso male. Le grandi banche a livello europeo, ma anche nazionale, hanno già fatto passi in avanti. Hanno capito che c'è una componente di vantaggio, una finestra di rifinanziamento con la Banca centrale. In realtà, il modo con cui loro si reimpossessano del loro mestiere è quello di tornare di nuovo in prima linea.

L'hanno fatto in parte con un ritorno alla concessione di finanziamenti. Certo, questo è un problema di domanda, non solo di offerta, ma certamente le banche che stanno guadagnando quote di mercato in Italia sono quelle grandi, non quelle piccole. In secondo luogo, stanno offrendo servizi finanziari, tipicamente nella gestione del risparmio, che per molto tempo non erano stati offerti.

Ho grande preoccupazione per il fatto che, invece, sono proprio le banche medio-piccole le quali — non avendo una struttura di copertura territoriale sufficientemente ampia ed essendo concentrate per singoli settori o aree geografiche, con un portafoglio già molto « incancrenito —, non possono emettere capitale. Molte casse di risparmio non possono farlo; qual è stato, allora, l'uovo di Colombo a livello europeo? Il caso, infatti, non riguarda solo l'Italia. Anche molte banche tedesche e di altri Paesi si trovano in questa situazione.

La Banca centrale ha offerto la possibilità di rafforzare i loro bilanci attraverso questa operazione di *carry trade* speculativa. Per far questo ci vogliono, però, prima di tutto, cicli economici molto più lunghi, e occorrono, altresì, adeguate competenze. C'è il caso di banche italiane che negli ultimi sei mesi hanno comprato quantitativi spropositati di titoli con scadenza a trent'anni, rifinanziandoli con la Banca centrale a un anno.

Queste banche hanno attualmente perdite che hanno eroso tutto il loro capitale. Credo che esse non abbiano ormai più alcuna ragione di esistere. Non hanno più alcuna funzione sociale: non aiutano l'eco-

nomia, né il risparmiatore, né le imprese. Posto che la maggior parte del sistema bancario adesso è sano, dobbiamo avere il coraggio, noi italiani per primi, di liquidare queste banche.

Oggi in Europa opera il meccanismo della risoluzione. Possiamo attuarlo proprio per il fatto che ci sentiamo più sicuri di noi. Quelle banche sono dei « parassiti » a mio avviso, e arrecano una brutta nomea all'intero settore perché, in realtà, non svolgono più il loro ruolo di banche.

Nessuno perderebbe qualcosa: non i risparmiatori, perché i depositi sono assicurati; forse potrebbero perdere qualcosa alcuni titolari di obbligazioni, come coloro che hanno acquistato le obbligazioni subordinate, ma facciamo attenzione: vogliamo essere garantisti verso tutti? Questi signori hanno comprato quelle obbligazioni a tassi superiori, ben sapendo che non erano dei normali *bond*.

Cogliamo quindi l'occasione per liquidare una trentina di banche. Ce ne sono altre cinquanta circa che, a quel punto, verranno incorporate da altre e avremo un sistema bancario molto più consolidato, composto da banche serie, che fanno il loro mestiere.

Non sono convinto che sia necessario introdurre norme particolari. Anzi, a mio avviso, dobbiamo eliminare le difese e la continua protezione che concediamo a queste banche. Esse rappresentano autentiche « zavorre », le quali a nulla servono se non a creare, tra qualche anno, un ulteriore problema. Avremo, infatti, di nuovo il caso di banche che saranno insufficientemente capitalizzate, con il rischio di dover nuovamente giustificare il motivo per cui l'Italia è in questa situazione. Facciamolo ora, tanto queste banche non servono assolutamente a nulla.

Con riferimento alla « finestra » che si apre ora, non penso che il Tesoro — verrà in audizione in Commissione il dottor La Via — possa emettere oggi centinaia di miliardi di euro a trent'anni, prima di tutto perché non ne ha bisogno, fortunatamente, in quanto il *deficit* pubblico è molto contenuto e occorre soltanto rifi-

nanziare ciò che scade, in secondo luogo, perché anche la capacità di assorbimento del mercato non è illimitata.

Intendo dire che quelle stesse operazioni di cui parliamo, realizzate dal Tesoro a partire dagli anni Novanta fino circa al 2005-2007, oggi andrebbero realizzate di nuovo. Esse non comportano un *funding*, ma comportano, fondamentalmente, un'operazione derivata sintetica. Si potrebbero oggi fare degli *swap*. Tra l'altro, penso che il dottor La Via vi spiegherà che oggi il Tesoro opera in modo diverso. Anche la contrattualistica è completamente diversa, in linea generale molto più cautelativa. Esistono margini di garanzia in due direzioni. Situazioni come quelle che sono state vissute con la Morgan Stanley qualche anno fa non si ripetono più.

Occorrerebbe attuare operazioni di *swaption* o di *swap* con interesse a trent'anni, bloccando il tasso Euribor al 2 per cento. Oggi probabilmente non sarà già più a quel livello, ma, se questo fosse stato fatto nel corso di questi mesi, avremmo avuto una quota molto importante, pari a diversi punti percentuali di debito, il cui costo implicito a tendere sarebbe stato già fissato al 2 per cento grazie a questa operazione.

Credo, però, che il Tesoro, dopo ciò che è accaduto, non abbia più fatto nulla e che, quindi, non abbia più fatto ricorso a questi strumenti.

C'è un altro elemento molto importante. Penso che il Tesoro abbia sempre fatto un utilizzo molto razionale di questi strumenti. Ciò non ha caratterizzato, invece, l'utilizzo dei derivati da parte degli enti locali. In quegli enti sono stati commessi veri abusi: queste operazioni non avevano alcuna finalità di copertura assicurativa o di allungamento del debito. Non c'era nulla di tutto questo. Si trattava semplicemente di un effetto contabile per poter portare attraverso gli *up-front* dei benefici che, in questo modo, potevano fornire dei margini di manovra dal punto di vista dei bilanci degli enti locali. In tali casi si è veramente verificato un grande problema nell'utilizzo di questi strumenti,

mentre ho constatato, a livello di amministrazione centrale, un atteggiamento molto più responsabile.

Quanto alla mancanza di trasparenza, non sono così convinto che non vi sia adeguata trasparenza. Seguo un po' meno oggi il debito pubblico italiano, ma in realtà la consistenza di queste operazioni e il modo in cui erano impostate — sto parlando dell'amministrazione centrale, non di quelle locali — erano noti già da qualche tempo. Forse non erano un tema di grande centralità, ma non ho mai percepito un desiderio di non renderlo trasparente. Piuttosto, la sensibilità sul tema non era molto elevata.

Ritengo che la trasparenza oggi ci sia e sia più che adeguata. Sappiamo anche che gli enti locali non possono più fare queste operazioni, ragion per cui anche quella « variabile impazzita » è rientrata. Se il prezzo da pagare per il Tesoro per poter riguadagnare libertà di manovra deve essere quello di una trasparenza ancora superiore, credo che sarebbe più che felice di farlo, perché in realtà non c'è veramente nulla da nascondere. Si tratta di operazioni assolutamente tradizionali, che non hanno nulla di particolarmente innovativo.

Passo alle ultime due domande. Perché gli altri Paesi utilizzano meno gli strumenti derivati? Ciò è vero fino a un certo punto. È vero a livello di amministrazione centrale e molto meno a livello di amministrazioni locali.

Pensiamo a tutti i casi in cui in Germania si è dovuti intervenire per salvare i *Länder* e le banche dei *Länder* perché avevano fatto — perdonatemi — delle « cose indicibili » in confronto alle quali la nostra situazione non è nulla. Di fatto, il « braccio armato » delle amministrazioni locali erano le *Landesbank*. Pertanto, questo è vero forse a livello di amministrazione centrale, ma non di quelle locali.

Un'altra cosa importante è, certamente, il fatto che nel caso di Paesi come la Germania — la Francia già ne ha fatto un utilizzo superiore — avevano meno necessità di utilizzarli. Si tratta di Paesi che hanno sempre potuto emettere, almeno da quando io lavoro, da trent'anni a questa

parte, su tutte le scadenze tutti i titoli che volevano in ogni momento, ai tassi migliori possibili. L'esigenza di coprirsi come assicurazione, di ottimizzare il debito e di allungarlo, è un'esigenza che gli altri Paesi hanno avvertito molto meno.

In realtà, il Tesoro ha fatto un lavoro egregio. Nel 2011-2012, quando ci fu un momento di tensione, mi occupai di nuovo delle tematiche del debito pubblico italiano ed ero convinto che la durata media del debito fosse di tre anni. Immaginavo fosse stata aumentata negli anni precedenti ma scoprire che tale durata era salita a oltre sette anni è stato per me un motivo di grande sorpresa, che mi tranquillizzò molto. Il fatto che allora sia stato reso noto che la durata del debito era molto più lunga e che, quindi, l'affanno sul rifinanziamento era molto inferiore, è stato uno dei fattori che hanno contribuito a stabilizzare il circolo vizioso creatosi sull'Italia come emittente e controparte creditizia.

Passo all'ultima domanda: questa « finestra » è compatibile con il QE? Posto che stiamo parlando, come ho già detto, della possibilità che il Tesoro ritorni a utilizzare strumenti sintetici per ottimizzare il suo profilo di rischio prospettico, in realtà non c'è uno scambio di cassa. Semplicemente si tratta di operazioni in strumenti derivati.

Io credo che il problema del QE e della finalità, che questo ha, di rimettere in moto il meccanismo creditizio non sia legato tanto al Tesoro, quanto a ciò che dicevamo prima, ossia al fatto che le banche che vendono questi titoli dovrebbero utilizzare i proventi per impiegarli nell'economia reale e, invece, non lo fanno. Quello che fanno è comprare ulteriori titoli. A mio avviso, abbiamo creato davvero un meccanismo molto pericoloso e pernicioso.

PRESIDENTE. La ringraziamo molto, dottor Mazzucchelli, per averci riferito opinioni e valutazioni che costituiscono anche percorsi di riflessione per ciascun membro della Commissione.

Dichiaro conclusa l'audizione.

Audizione del professor Emilio Barucci.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle tematiche relative agli strumenti finanziari derivati, l'audizione del professor Emilio Barucci.

Diamo il benvenuto al professor Emilio Barucci, che ha avuto la cortesia di accogliere il nostro invito. Anche a lui chiediamo un'esposizione sintetica, per poi interagire con i membri della Commissione, se vi saranno domande.

Do la parola al professor Barucci.

EMILIO BARUCCI, *Professore di matematica finanziaria presso il Politecnico di Milano.* Grazie, presidente, dell'invito a partecipare ai lavori di questa Commissione per questa indagine conoscitiva. Ho già distribuito il testo della mia relazione. Vi farò ampiamente riferimento e cercherò di portare qualche considerazione attorno a due temi: in primo luogo, la lezione che possiamo apprendere dalla crisi finanziaria sui derivati e i rimedi proposti e, in secondo luogo, l'utilizzo dei derivati da parte del settore pubblico.

La mia traccia verte su quattro ambiti. In primo luogo, svolgo una breve premessa sui motivi dell'utilizzo degli strumenti derivati in finanza.

In secondo luogo, vorrei cercare di spiegare il ruolo che i derivati hanno avuto all'interno della crisi finanziaria e i rimedi proposti.

Infine, mi concentrerò sui derivati nella pubblica amministrazione, sulle evidenze che sono sorte, sui problemi che ci possono essere e su qualche soluzione.

Vorrei innanzitutto soffermarmi sulla necessità che il Parlamento e la Commissione valutino con attenzione il problema regolamentare legato all'utilizzo dei derivati. Siamo in un momento molto importante in termini di direttive e di regolamentazione, ragion per cui è bene che questa Commissione e il Parlamento siano ben addentro a questa vicenda.

Io vorrei trasmettere due messaggi principali. Il primo è che il ruolo degli

strumenti finanziari nella crisi finanziaria è stato molto importante, ma che, come cercherò di dimostrarvi e come ho spiegato nella mia relazione, anche la risposta sul piano normativo è stata molto significativa. C'è, quindi, una regolazione più forte su questo tema.

Il secondo punto riguarda l'utilizzo dei derivati nella pubblica amministrazione. Penso che, dalla nostra esperienza, siano emersi sostanzialmente tre o quattro punti essenziali. In primo luogo, vi è la necessità che, all'interno del MEF, si distingua in modo chiaro tra la competenza e l'obiettivo di collocare il debito pubblico e il tema della gestione dei rischi connessi, questioni che devono essere tenute distinte.

Da questo punto di vista, credo sia importante l'*accountability* nei confronti di un soggetto terzo, che individuo nell'Ufficio parlamentare di bilancio.

In terzo luogo, c'è l'esigenza di tracciare i rischi nel bilancio pubblico.

Partendo dal primo punto, perché gli strumenti derivati? L'idea è che gli strumenti finanziari, e i derivati in particolare, svolgano un ruolo importante per far funzionare bene i mercati finanziari. Questa è quella che noi economisti chiamiamo la teoria dei mercati efficienti. L'idea è che gli individui, utilizzando i derivati per coprirsi dai rischi, siano in grado, tramite questi strumenti, di allocare al meglio le loro risorse e di coprirsi dai rischi nel miglior modo possibile.

Questo approccio, però, come cercherò di dimostrare, ha sottovalutato il problema dei rischi sistemici, in merito al quale dirò qualche parola. Il problema è particolarmente rilevante a seguito della crisi finanziaria.

Sulla crisi finanziaria, come probabilmente saprete, ci sono due interpretazioni. C'è chi sostiene che la crisi sia dovuta a un aumento delle disuguaglianze negli Stati Uniti, tesi in cui c'è del vero, ma che, a mio avviso, non è centrale per quello che vogliamo discutere oggi. C'è poi chi parla di un cattivo funzionamento dei mercati a causa della cattiva vigilanza e regolamentazione. Questo tema impatta su quello dei

derivati, in quanto essi sono entrati nella crisi con riguardo a due aspetti: le cartolarizzazioni e l'utilizzo che di essi è stato fatto da parte degli intermediari.

Sulle cartolarizzazioni non entro molto nel merito, mi limito a sottolineare come attraverso la costruzione di quelli che si chiamano *bond* strutturati, che presentano caratteristiche particolarmente complicate, si è creato quello che in finanza si chiama un «arbitraggio regolamentare». In sostanza, nelle pieghe della regolamentazione ci sono stati vantaggi per tutti: per i risparmiatori americani — i quali, grazie ai derivati, vivevano al di sopra delle loro disponibilità — per le banche che generavano i mutui e guadagnavano elevati profitti, e per le altre banche, che realizzavano quelle che si chiamano operazioni di *carry trading*, ottenendo profitti significativi.

Questo sistema ha funzionato grazie ad alcuni aspetti: l'opacità delle cartolarizzazioni, il mercato dei *bond* strutturati, il quale era soprattutto *Over-The-Counter* e, quindi, difficile da tracciare, nonché i limiti da un punto di vista normativo riguardo ai requisiti di capitale delle banche. Sostanzialmente, si trattava di un *favor* verso *trading book* rispetto al *banking book*, una questione tecnica molto importante.

Quello che noi economisti sosteniamo è che, a causa di una regolamentazione inefficace, si è creato un mercato fittizio di queste cartolarizzazioni, in cui il prezzo non aveva alcun valore segnaletico.

C'è un secondo punto importante da non dimenticare: molte banche, negli ultimi dieci anni — in particolare cito il caso delle banche regionali tedesche — hanno smesso di svolgere l'attività creditizia tradizionale, preferendo operare in derivati per realizzare margini elevati.

Il modo in cui sono stati utilizzati gli strumenti derivati è stato, a mio avviso, decisivo per ciò che è successo. Cito un dato molto significativo: il 50 per cento delle cartolarizzazioni oggetto dei mutui *subprime* era negli stessi bilanci delle ban-

che. Se questo non fosse successo, non avremmo avuto la crisi finanziaria che abbiamo conosciuto.

L'esperienza italiana arricchisce il quadro con due episodi: il problema dei derivati nei bilanci degli enti pubblici locali e, in secondo luogo, l'*affaire* Monte dei Paschi.

L'*affaire* Monte dei Paschi è molto complesso, ragion per cui non entro nel merito. Tuttavia, esso mostra i limiti strutturali che erano presenti all'interno della banca, la presenza di bilanci opachi e la difficoltà per l'Autorità di vigilanza a leggere i bilanci. Mostra, quindi, come i meccanismi di controllo che erano stati posti non funzionassero adeguatamente.

Passo subito a illustrare i rimedi proposti, perché, a mio avviso, questo è un tema importante. Si sostiene spesso che la crisi finanziaria non abbia avuto un impatto significativo sul mondo della finanza. A mio avviso, questa affermazione è falsa, nel senso che il mondo della finanza è capace di reinventare *business* e attività, ma ci sono persone che hanno perso il proprio lavoro. Che questo sia successo per giusta causa è un altro discorso, ma si tratta di un punto importante.

I rimedi proposti sono stati sostanzialmente due. Da un lato, si è proseguito nella direzione di considerare i mercati come un affare privato e, quindi, con l'*European Banking Union* tramite il *bail-in* di una banca si è giunti a dire « Se una banca fallisce, sono affari suoi. Lo Stato non deve più intervenire ». La logica sottostante alla gestione delle crisi bancarie in futuro è divenuta sempre di più privatistica.

In secondo luogo, si è intervenuti in modo significativo sui derivati, che sono l'oggetto della nostra discussione, almeno in cinque ambiti. Reputo importante che la Commissione sia a conoscenza di ciò, posto che il Parlamento sarà chiamato in futuro a prendere posizione su questo tema.

In primo luogo si è intervenuti con la regolamentazione bancaria. Mi riferisco a tutte le innovazioni proposte in Basilea 2,5 e Basilea 3. Sottolineo semplicemente che

si è posto un limite ai vantaggi regolamentari, attraverso, tra l'altro, il CVA (*Credit value adjustment*).

Come secondo punto importante, a mio avviso, c'è stata un'azione, tramite una direttiva in via di attuazione in Italia e con decisioni autonome di autoregolamentazione da parte dell'industria, al fine di migliorare la chiarezza dei bilanci delle società sul fronte dell'utilizzo dei derivati. Ciò avviene tramite l'adozione dei principi contabili dell'IFRS 9.

Inoltre, non dobbiamo dimenticare — su questo sapete già tutto, perché avete già avuto piena delucidazione al riguardo — che nell'ambito degli enti locali i vincoli in merito all'utilizzo dei derivati adesso sono divenuti fortissimi e che c'è grande chiarezza verso l'amministrazione centrale in merito al loro utilizzo.

Vorrei mettere in evidenza che ci sono anche presidi sulle cartolarizzazioni e sui mercati *Over-The-Counter*. Sottolineo un'ultima considerazione riguardo ai presidi a tutela del risparmiatore. Al riguardo la direttiva MiFID porterà un impatto significativo.

Passo all'aspetto oggetto di discussione all'interno di questa indagine, che è quello dell'utilizzo dei derivati della pubblica amministrazione. Non mi occuperò dei derivati degli enti locali in quanto il danno ormai è stato fatto, il vuoto normativo era evidente ma, a seguito di misure molto forti, per le quali i vincoli all'utilizzo dei derivati sono molto significativi, le possibilità di utilizzarli oggi al fine di abbellire i bilanci degli enti locali sono molto limitate. Ciò vale, in parte, anche per gli enti pubblici. Avete già svolto una discussione sul passaggio al SEC 2010 e sulla decisione di Eurostat 2008. Penso, però, che ci siano ancora delle criticità e su queste mi soffermo.

Vorrei porre in evidenza quattro elementi di criticità su cui credo questa Commissione debba fare una valutazione. Il primo riguarda gli obiettivi e la *governance* sull'utilizzo dei derivati da parte dell'amministrazione centrale. In secondo luogo, mi porrò la domanda se sia necessario o meno per lo Stato utilizzare i

derivati. In terzo luogo, farò qualche riflessione sul *mark to market* e, infine, mi occuperò del tema della trasparenza. Sono quattro temi su cui sicuramente voi avete già raccolto delle osservazioni e su cui cercherò di dire qualcosa.

Non ho elementi per entrare nel merito della questione se all'interno del MEF ci siano le competenze per gestire i derivati. L'unica cosa che posso dire è che, riguardo al collocamento del debito, il comportamento e l'efficacia del MEF sono sicuramente associati. Il MEF è stato in grado, anche in situazioni molto difficili, di collocare bene i titoli del debito pubblico, cosa per nulla scontata. Questo aspetto spesso si sottostima.

Ho letto le relazioni che vi sono state consegnate in occasione delle precedenti audizioni e vorrei soffermarmi su un punto importante: bisogna eliminare la commistione tra obiettivi, competenze, funzioni e responsabilità di coloro che si occupano di collocare il debito pubblico e di coloro che debbono gestirne i rischi. Si tratta di due ambiti distinti.

Ad oggi, in base a ciò che emerge, queste due funzioni e obiettivi fanno entrambi capo alla Direzione II del MEF. Penso che maggiori presidi di indipendenza su questo fronte siano importanti.

Dico questo perché altrimenti si rischia di confondere i due aspetti. I benefici che traggio tramite i derivati collocando titoli del debito pubblico in asta sono costituiti da un'eventuale riduzione dell'onere del debito pubblico, questo comporta un costo (relativo all'utilizzo del derivato) e il beneficio complessivo non è sempre chiaro. Ex post non si può sapere facilmente se era più conveniente emettere titoli di stato senza l'utilizzo dei derivati.

Si finisce per confondere l'obiettivo di coloro che collocano il debito, i quali mirano a minimizzare il costo del debito stesso, e l'obiettivo di coloro che ne gestiscono il rischio. Sono due cose diverse. Vedremo tra un attimo che in qualunque impresa tali ambiti sono separati.

Propongo, quindi, di istituire due funzioni diverse, l'una relativa al collocamento del debito e l'altra al *risk mana-*

gement, dotando la seconda dell'indipendenza necessaria. L'argomento che il valore di mercato negativo di un derivato non può essere valutato di per sé, in quanto ha prodotto a suo tempo un beneficio in termini di minori oneri del debito pubblico, ha un suo valore ma, per appurare quest'affermazione in modo proprio, l'unico sistema è attribuire i due ruoli a funzioni e uffici diversi.

Cito due esempi. Nelle audizioni che avete svolto sono emerse due situazioni con qualche criticità: l'utilizzo dell'*Interest Rate Swap* di *duration* e delle *swaption*.

Con riferimento alla prima questione, in primo luogo, tra i docenti e tra coloro che si occupano di queste tematiche, sappiamo bene che entrare in un *Interest Rate Swap* in cui si paga il tasso fisso equivale ad aumentare la *duration*. In base a ciò che è emerso, però, è stata compiuta un'operazione un po' più complessa: sembra che si sia entrati in uno *swap* in cui si riceve il tasso variabile e si paga il tasso fisso per coprirsi dal rischio di tasso legato a future emissioni di BOT. Questa è stata l'operazione che è stata fatta dal 1995 in avanti. Questo può avere una sua logica, tuttavia ci sono due limiti importanti: di non coprirsi effettivamente dal rischio di tasso e di assumere — questo è il punto un po' delicato — un rischio quantità e un rischio collocamento. Questo perché non sono sicuro di poter emettere oggi tutto quello che avevo previsto al momento della stipula del derivato.

Questo fa sì, per esempio, che su questo tipo di strumenti non tutte le perdite siano derivate dal calo dei tassi dopo il 2007. Ci potrebbe essere un altro motivo: il tasso fisso del 4,40 per cento che pago oggi in media è probabilmente superiore ai tassi di mercato in quanto tiene conto di un rischio di controparte.

Il secondo elemento « critico », oggetto di discussione nelle precedenti audizioni, riguarda l'utilizzo delle *swaption*. L'aspetto posto in evidenza in modo chiaro è che le *swaption* sono state utilizzate per allentare la pressione di alcune controparti sul fronte del rischio sovrano e per facilitarne la partecipazione in asta.

In linea di principio, ciò non è negativo, ma deve essere fatto in modo appropriato e l'unico modo è che il loro utilizzo sia valutato da un soggetto indipendente all'interno del MEF o eventualmente da un soggetto terzo.

Vorrei chiarire un punto. Non si tratta di stabilire se il MEF abbia speculato su possibili evoluzioni della curva dei tassi. Si tratta di capire se queste due operazioni siano state fatte in senso proprio, valutandone correttamente i rischi.

Che tipo di controlli si possono istituire? Di qui in avanti farò il paragone con un'impresa privata. So benissimo che il MEF non è un'azienda privata. Gli *stakeholder* in un'azienda privata sono gli azionisti e gli obbligazionisti, mentre qui sono i cittadini. Cerchiamo di trarre qualche indicazione.

In un'azienda privata la funzione di controllo è attribuita a una funzione di *risk management* che è completamente indipendente da chi realizza e struttura un'operazione di emissione/*trading*. Il *risk manager* in un'azienda (compagnia di assicurazione o banca) è indipendente, non può essere cacciato da un amministratore delegato e fa riferimento esclusivamente al Consiglio di amministrazione. Inoltre — attenzione — risponde in solido, sotto determinate condizioni, nei confronti dell'Autorità di vigilanza da un punto di vista pecuniario.

La mia proposta è di istituire una funzione di *risk management* autonoma all'interno del MEF che dipenda dal Ministro o dal Direttore generale.

Come secondo punto, occorre definire, come si fa in qualunque impresa privata, le *risk policy ex ante*, le quali devono chiarire in che modo, di anno in anno, ci si intende coprire dai rischi di tasso, di controparte e via elencando.

Proporrei inoltre di istituire — ma non so se ciò sia possibile in un bilancio pubblico — un fondo rischi riguardo a un eventuale *mark to market* negativo. Comunque occorrerebbe assicurare la tracciabilità di questo eventuale *mark to market* sulla futura spesa per interessi.

Passo alla seconda domanda: l'utilizzo di derivati è necessario? A mio avviso, lo è in misura molto limitata. Voi avete già ascoltato alcune considerazioni sul fatto che uno Stato che decide di coprirsi rispetto a un possibile innalzamento dei tassi d'interesse compie un'operazione legittima. Concordo. Tuttavia, faccio una riflessione che può sembrare un po' teorica. Non dobbiamo considerare soltanto il costo del debito, bensì anche le entrate. Una situazione di elevati tassi di interesse normalmente si verifica quando l'economia di uno Stato va bene, il che vuol dire che esso ha entrate fiscali molto elevate. Ciò significa che è già coperto, anche se in modo non del tutto completo, da un rialzo dei tassi d'interesse.

Facendo un *Interest Rate Swap* e non un *Cap*, che cosa faccio? Ovviamente, mi tutelo perché non pagherò molto quando le cose vanno bene, ma, quando le cose vanno male, come ora, con bassi tassi d'interesse, non beneficio assolutamente di questo vantaggio.

Ci siamo trovati, quindi, in una situazione in cui, facendo un'operazione corretta, che tutti i manuali consigliano a un'impresa privata per tutelarsi dal rialzo dei tassi (minimizzare il costo del debito), in realtà, guardando il bilancio pubblico nel suo complesso, ci troviamo esposti nel caso in cui l'economia non vada bene.

Il secondo punto, a mio avviso, importante è che la crisi finanziaria ha cambiato il mondo. Non sarà più possibile, da qui in avanti, sostenere che uso un *Interest Rate Swap* per coprirmi dal rischio di tasso in senso stretto. Perché c'è quello che si chiama il *basis risk*, che è emerso dal 2007 in avanti, ossia il rischio di debito sovrano.

Ricordo che lo *swap* è agganciato all'Euribor, ma che c'è solo una piccola quantità di titoli di Stato legati all'Euribor, i CCTEu, che sono pari a 90 miliardi di euro e costituiscono il 5 per cento del totale. Tutti gli altri titoli sono BOT e CCT, i quali non sono agganciati all'Euribor, sono agganciati al tasso di mercato sui titoli di Stato italiani ed incorporano quindi uno *spread*, che è legato al rischio del debito sovrano.

Questo è un punto importante, una lezione da apprendere. Certo, prima del 2007 non si poteva apprezzare, ma l'utilizzo degli *swap* permette di coprirsi rispetto alle variazioni della curva dei tassi per decisione della BCE, ma non rispetto allo *spread* di mercato sui titoli di Stato italiani. Questo tipo di strumento non è, quindi, necessariamente adeguato per coprirsi dai rischi.

Accolgo con favore il fatto che il Ministero attualmente utilizzi strumenti di copertura quasi esclusivamente per le emissioni in dollari, in relazione alle quali, a mio avviso, c'è un'importante esigenza di copertura.

Passo agli ultimi due aspetti che voglio sottolineare. Il primo riguarda il *mark to market*. In molte discussioni ci si è chiesti se esso sia una perdita effettiva o meno. Non c'è alcun dubbio sul fatto che il *mark to market* costituisca una perdita effettiva se c'è una clausola di estinzione anticipata.

In assenza di una clausola di estinzione anticipata, i 42 miliardi di euro rappresentano comunque il valore atteso dei flussi che il MEF dovrà pagare di qui in avanti. Una cifra così significativa comporta che, a spanne, nei prossimi anni il MEF dovrà pagare tra i 2 e i 3 miliardi all'anno per questi contratti. Del resto, ne ha pagati circa 12,7 dal 2011 al 2014.

Il *mark to market* è quindi un valore prospettico che - attenzione - nel settore privato sarebbe il prezzo di una eventuale transazione e va ad impattare direttamente sul bilancio, attraverso la rettifica delle poste in essere. Non mi interessa sapere se sia effettivamente una perdita. È un valore che definisce una perdita futura, non dico certa, ma assai probabile, che occorre tener presente.

In che modo? Un fondo rischi a copertura dei derivati, a mio avviso, potrebbe essere una soluzione da valutare. Non so come possa essere contabilizzato nell'ambito del bilancio pubblico. Occorre comunque rendere trasparente il *mark to market ex post*.

Io farei anche molta attenzione all'idea di chiudere queste transazioni con *mark to market* negativo. Questo farebbe emergere

oggi un valore negativo nel bilancio dello Stato. Qui si pone un *trade-off* importante: pago subito una cifra significativa o aspetto un rialzo dei tassi? Facciamo attenzione, perché lo scenario giapponese di bassi tassi di interesse è qualcosa che non è del tutto fuori dai nostri orizzonti.

Sottolineo un punto importante. Con i *Credit Support Annex*, che ora il MEF può stipulare, di fatto si va a riconoscere il *mark to market* seduta stante. Il *Credit Support Annex* è una forma di collateralizzazione che è in funzione del *mark to market*. Se io stipulo dei contratti con *mark to market* negativo, questo viene subito postato sotto forma di liquidità presso un conto terzo e, quindi, comportano un'uscita secca in termini di contabilità dello Stato italiano.

Vengo all'ultimo punto. Quale livello di trasparenza è opportuno? Proseguo il mio confronto con l'impresa privata: ci sono almeno tre livelli di controllo interno: chi fa l'operazione, il *risk management* e l'*audit*. Sono tre funzioni che in una banca sono indipendenti e sanzionati se non svolgono bene il loro lavoro. Inoltre, ci sono almeno altri due o tre soggetti terzi, tra cui il Collegio sindacale, la società di revisione e l'Autorità di vigilanza.

Sottolineo un punto. Nessuna impresa rende pubblici, nel dettaglio, i propri conti e le proprie posizioni in derivati, perché questo la esporrebbe a svantaggi competitivi significativi.

Cosa si può fare nel settore pubblico? A mio avviso, si deve promuovere un controllo terzo rispetto al MEF, che può essere svolto dall'Ufficio parlamentare di bilancio, piuttosto che dalla Corte dei conti. Esso dovrebbe fare una valutazione *ex post* analitica sui singoli contratti.

Questa valutazione dovrebbe concentrarsi sul rispetto delle *risk policy* e sulla valutazione di come l'impatto di queste misure di *risk management* abbia comportato, eventualmente, una riduzione del debito, così da fare chiarezza ed evitare che si dica che i derivati hanno portato un vantaggio nella riduzione del costo del debito pubblico, ma che non si è in grado di valutarlo. Questa sarebbe una soluzione

del tutto rispettosa delle competenze del MEF, permette di fare un utilizzo dei derivati molto trasparente e credo eviti molti equivoci.

Vengo infine alle informazioni che potrebbero essere rese pubbliche. Credo che l'informazione che attualmente viene resa pubblica sotto forma di dati aggregati, con un maggior dettaglio per tipologia di contratti, sia ciò che si potrebbe rilasciare.

Semestralmente il MEF potrebbe rilasciare i singoli contratti e fornire il dettaglio delle operazioni a un'Autorità terza, quale l'Ufficio parlamentare di bilancio, il quale, a sua volta, potrebbe svolgere le verifiche rispetto al fatto che le *risk policy* siano soddisfatte, che si sia valutato correttamente un derivato e via elencando.

Annualmente il MEF dovrebbe stabilire *ex ante* delle *risk policy* per verificare i livelli di copertura e, infine, nei documenti programmatici del MEF si dovrebbe trovare traccia della valutazione degli effetti che i derivati avranno sulla spesa pubblica futura.

Ritengo che l'esigenza di una più ampia *disclosure* vada qualificata. C'è bisogno di un soggetto indipendente che possa valutare queste informazioni: Corte dei Conti e Ufficio parlamentare di bilancio possono essere due buoni esempi.

Trovo, per esempio, non fattibile l'idea di delegare la gestione del rischio a un soggetto terzo, quale un'Autorità indipendente. La gestione del rischio deve essere vicina a chi fa le operazioni, ma in modo indipendente.

Passo alle conclusioni. In primo luogo, come ho detto prima, è bene che il Parlamento su queste cose sia presente, soprattutto in fase *ex ante*, di definizione della regolamentazione e di attuazione di alcune direttive. Il progetto *Capital Markets Union*, per esempio, è molto impegnativo e porterà, nei prossimi tre o quattro anni, a lavorare intensamente in Europa su questo fronte. Credo che il Parlamento svolga un ruolo importante su questi aspetti.

Sul fronte dei derivati della pubblica amministrazione, come ho già detto, penso debba essere opportunamente migliorata

la *governance*, andando verso una maggiore distinzione tra le due funzioni. Credo anche, però, che, almeno per il futuro - non so se questa sia una nota lieta - i vincoli che sono stati posti all'utilizzo dei derivati siano molto significativi anche sul fronte dell'amministrazione pubblica.

PRESIDENTE. Grazie, professore, per aver fornito, in un tempo così breve, non solo interessantissimi punti di vista, ma, ancor più, per avere messo sul tavolo una serie di proposte concrete, dalla trasparenza, con cui ha concluso, fino a quella che, impropriamente, chiamerò la proposta di « separazione delle carriere » tra chi colloca i titoli del debito pubblico e chi gestisce il rischio.

Volevo farle proprio una domanda a partire da questo aspetto. Qualora, a mio avviso molto opportunamente, si prendesse in considerazione questa sua ipotesi, vorrei chiederle senza alcuna polemica - non appartiene, infatti, allo spirito di questa Commissione, né di chi è in maggioranza, né di chi è all'opposizione, fare polemiche *ad personam* o *ad officium* - se un ufficio pubblico, pur diviso, come lei auspica, sia nelle condizioni di confrontarsi con i *desk* di banche che sono in grado di fare analisi *mark to market* minuto per minuto, istante per istante? Ciò le sembra qualcosa di possibile, o è uno *sport* in cui si confronta un decatleta con qualcuno che fatica a camminare?

Questa è la mia domanda di fondo. Non so se ve ne sono altre da parte dei colleghi e degli amici.

Do la parola al professor Barucci per la replica.

EMILIO BARUCCI, *Professore di matematica finanziaria presso il Politecnico di Milano*. Nella crisi finanziaria, a mio avviso, si è mostrato con evidenza come il differenziale di competenze tra coloro che lavorano nelle banche d'affari e coloro che siedono nelle controparti, per esempio, in banche di *retail* e di attività tradizionale, sia significativo.

Il problema, quindi, esiste. Nell'*affaire* Monte dei Paschi è emerso in modo chiaro

che nella ristrutturazione del titolo « Alexandria » c'era un differenziale di comprensione tra le due controparti. Questo è un problema piuttosto difficile da risolvere.

Penso che gli strumenti derivati ad oggi in possesso del MEF siano sostanzialmente facili da valutare. Questo è importante. Non parliamo di cose complicatissime. Sono strumenti che i miei studenti sono in grado di valutare alla fine del percorso di studi che hanno compiuto. Questa è la considerazione che posso fare. Un *Interest Rate Swap* o anche una *swaption* sono strumenti facili da valutare ai prezzi di mercato.

Detto ciò, stante che, come ho detto prima, le esigenze di coprirsi dai rischi, a mio avviso, sono limitate e che la normativa è stata chiarita, penso che ragionevolmente, se il MEF vuole procedere con una strategia di copertura nei confronti del rischio dollaro, perché vuole effettuare emissioni in dollari, con *Cross Currency Swap*, sia in grado di realizzarla adeguatamente, senza temere « agguati » significativi.

Anche il tema delle competenze, a mio avviso, non è un grande problema. Non vedo un forte ostacolo a reperirle sul mercato.

PRESIDENTE. Grazie. Se non ci sono altre questioni, possiamo ringraziare il professore. Se ci autorizza, faremo circolare il documento che ci ha trasmesso, in modo che ciascuno possa farne tesoro.

Ringraziando il nostro ospite, autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna della documentazione consegnata dal professor Barucci (*vedi allegato*) e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 14.30.

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

Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati

Camera dei Deputati

VI Commissione Finanze

Audizione di¹

Emilio Barucci

Professore Ordinario di Finanza Matematica

Dipartimento di Matematica

Politecnico di Milano

3 Giugno 2015

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

1. Premessa

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

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

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

Sintetizzo il contenuto della mia testimonianza in due messaggi:

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

2. Perché gli strumenti derivati?

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

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

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

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

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

L'affermarsi di questa teoria, che noi economisti chiamiamo teoria dei "mercati efficienti", segna un passo importante sul fronte dello sviluppo delle idee che porta il mondo finanziario pienamente nell'alveo del privato senza escludere ovviamente che soggetti pubblici possano parteciparvi (conformandosi il più possibile ad una logica privatistica). Efficienza significa che i progetti dalla più elevata qualità vengono effettivamente finanziati e che i risparmiatori possono gestire le loro risorse al meglio per soddisfare le loro esigenze². Non è questa la sede per valutare questa impostazione, credo sia importante segnalare quanto questo passaggio sia stato epocale. Al riguardo basta soffermarsi su quanto stabiliva la Costituzione nel dopoguerra, all'art. 47 si legge: "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito". Oggi nessuno si sognerebbe più di usare il termine "controllare" il credito: riconoscendo che il privato funziona bene, non rimane altro che garantire il corretto comportamento del soggetto privato e del mercato.

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

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

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

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

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

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

3. I derivati dopo la crisi finanziaria

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

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

portato larga parte della popolazione (principalmente negli Stati Uniti) a fare ricorso all'indebitamento; la crisi sarebbe dovuta ad un cattivo funzionamento dei mercati finanziari a causa di una cattiva regolamentazione/vigilanza e di una stagione di bassi tassi di interesse che ha portato gli intermediari ad assumere rischi eccessivi (*search for yield*). La mia preferenza va alla seconda interpretazione anche se non dobbiamo dimenticarci della prima³.

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

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

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

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

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

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

Questo "giochetto" ha funzionato per molti motivi:

- a) L'opacità delle cartolarizzazioni che rendeva assai difficile la loro valutazione da parte degli operatori e da parte delle agenzie di *rating*: i contratti ad incentivo tra intermediari e agenzie di *rating*, che vengono remunerate tramite i contributi degli intermediari per il loro servizio, hanno portato al proliferare di titoli valutati come AAA a seguito di estenuanti processi di ingegneria finanziaria che consistevano principalmente nel definire una bassa correlazione degli assets presenti in portafoglio⁴. Questo ha aperto la porta a comportamenti "legittimi" ma non *fair*.
- b) In un mercato di bonds strutturati che si svolgeva principalmente *over the counter* (OTC) o tramite operazioni di *private placement* era facile che il soggetto più esperto rifilasse prodotti di dubbia qualità a intermediari meno esperti.
- c) La normativa in materia di requisiti di capitale degli intermediari rendeva possibili arbitraggi regolamentari nel *trading* di derivati del credito sfruttando un favor nel trattamento del *trading book* rispetto al *banking book*. Ciò è stato possibile per il riferimento acritico al *rating* nei modelli interni e per la penalizzazione eccessiva dei prodotti strutturati di bassa qualità rispetto a quelli di elevata qualità. Questo ha portato

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

ad una crescita significativa in molte banche (non in quelle italiane) di titoli (ed in particolare delle cartolarizzazioni) a discapito dell'attività creditizia tradizionale⁵.

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

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

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

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

Il secondo caso riguarda i prodotti strutturati/derivati utilizzati dalla banca Monte dei Paschi per "abbellire" i bilanci. Non entro nel merito della vicenda che ha anche risvolti penali⁶. Qui di

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

sono emersi da questa vicenda: limiti sostanziali dei criteri di classificazione nei bilanci dei prodotti strutturati e derivati complessi (il REPO strutturato ottenuto dalla ristrutturazione di Alexandria era stato scomposto e classificato in diverse poste sfruttando la possibilità di valutarne alcune parti al costo storico)⁷; incapacità dei controlli interni a tutti i livelli (audit, cda, collegio sindacale, società di revisione) di prevenire questi fenomeni; limiti intrinseci di mercati dove una banca acquista un *private placement* in esclusiva (un'operazione OTC per miliardi di euro); limiti strutturali della vigilanza riguardo al cosiddetto *Pillar II* e nel guardare dentro i bilanci per cogliere i rischi connessi a derivati complicati che vengono rappresentati in modo oscuro⁸; asimmetria di competenze eclatante tra il management della banca e quello delle banche d'affari.

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

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

⁶ La Banca ha conosciuto almeno quattro vicende legate ai derivati: Alexandria, Santorini, Corsair, Fresh. Sul punto rimando alla discussione di Roberto Baviera https://www.mate.polimi.it/qfinlab/document/MPS_Completa.pdf.

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

⁸ https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/documenti/Interventi_MPS3.pdf

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

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

4. I rimedi proposti

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

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

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

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

- a) Regolamentazione bancaria

La regolamentazione internazionale ha posto un limite agli arbitraggi regolamentari tra *trading book* e *banking book* (che rendevano appetibili la cartolarizzazione dei crediti), più in generale ha affinato il processo di misurazione dei rischi di un intermediario (rischio di credito, mercato, controparte, liquidità) e ha imposto maggiori vincoli all'utilizzo di modelli interni che potevano portare ad una manipolazione dei *risk weighted assets*. I riferimenti vanno a Basilea 2.5 e a Basilea 3 con misure quali: requisito di capitale addizionale (*incremental risk charge*) per i titoli strutturati legati al credito con l'obiettivo di catturare il *migration* e *default risk* e misure di rischio stressate per gli stessi (*stressed value at risk*); introduzione del *Credit Value Adjustment* (CVA) per tenere conto adeguatamente del *counterparty credit risk* legato a derivati, prodotti del credito e REPO; requisiti di capitale più severi per derivati scambiati OTC rispetto a derivati scambiati tramite una *central counterparty*; misure conservative sulle ipotesi circa la correlazione degli assets delle cartolarizzazioni; requisiti di capitale più elevati per attività di *trading* e strumenti derivati⁹. Le misure sembrano mordere: le banche stanno riflettendo circa la convenienza di adottare i modelli interni, le banche commerciali stanno riducendo le attività più speculative di *trading*.

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

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

La nuova direttiva 2013/34/EU (da recepire entro il 20 luglio 2015) permette agli Stati membri di adottare il *fair value* nella valutazione degli strumenti finanziari derivati togliendo le ambiguità che erano permesse dalle precedenti norme contabili¹⁰.

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

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

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

¹¹ https://inform.pwc.com/inform2/show?action=informContent&id=1456074901128251#ic_1455074301131884

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

Sul fronte dei derivati detenuti dalle amministrazioni pubbliche locali faccio riferimento al materiale già fornito in altre audizioni ed in particolare alla audizione della Corte dei Conti e alla nota sul tema dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio¹². In questo documento è bene illustrato come i vincoli sull'operatività degli enti locali siano divenuti mano a mano sempre più stringenti sia in termini di informazioni preventive da trasmettere al MEF (che deve valutarne l'efficacia) o da allegare al bilancio con trasmissione alla Corte dei Conti, sia in termini di operatività (con una stretta aderenza tra utilizzo del derivato e esigenza di copertura che di fatto limita significativamente il novero degli strumenti derivati su cui operare). Quanto all'amministrazione centrale sono da segnalare due passaggi importanti: la decisione di Eurostat del 2008 che ha imposto la classificazione di un eventuale *up front* di un derivato come prestito (debito) così come la sua inclusione sempre nel debito per tutti gli anni di durata del contratto; il passaggio nel 2014 al SEC2010 che ha fatto venire meno la *swap exception*, ha incluso i derivati nell'ambito delle operazioni finanziarie (con nessun impatto sul deficit) e regolato la trattazione delle ristrutturazioni di derivati in modo tale da far emergere come prestito un eventuale *mark to market* negativo. Queste innovazioni hanno ridotto significativamente le possibilità di abbellire i bilanci con gli strumenti derivati.

c) Cartolarizzazioni

Nell'ambito del progetto *Capital Markets Union*, la Commissione Europea sta cercando di rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni a livello UE¹³. L'obiettivo è quello di segmentare il mercato andando a delimitare cartolarizzazioni *high quality* sulla base di tre criteri (semplicità, trasparenza, standardizzazione) e imponendo limitazioni in termini di profilo di rischio (requisiti in termini di rischio degli assets, limiti di *retention* da parte dell'*originator* e dello strutturatore, certezza del diritto rispetto alle diverse normative). L'obiettivo è di differenziare tra prodotti qualificati e non qualificati favorendo lo sviluppo del mercato per la prima classe di prodotti. Cruciale in questa prospettiva risulta essere una armonizzazione fra le diverse normative in tema di insolvenza. Anche il Comitato di Basilea, lo IOSCO e l'EBA sono intervenuti sul tema avviando un processo di revisione del *framework* delle cartolarizzazioni¹⁴.

d) Regolazione delle operazioni OTC

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

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

¹³ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/securitisation/docs/consultation-document_en.pdf

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

rischio sistemico¹⁵. Tale obiettivo è perseguito agendo in tre direzioni: obbligo di *clearing* dei derivati semplici presso una controparte centrale; obbligo di collateralizzazione con standard imposti dalla normativa e di *risk mitigations* per tutti i derivati scambiati OTC; aumento della trasparenza su tutte le operazioni in derivati tramite l'obbligo di comunicazione a banche dati (*trade repository*). L'obiettivo è quello di irrobustire i mercati dei derivati, ridurre il rischio controparte e quello sistemico tramite un *netting* centralizzato piuttosto che bilaterale e aumentare la base informativa su queste operazioni soprattutto ai fini delle attività di vigilanza macroprudenziale.

e) Presidi a tutela dei risparmiatori

Il tema della tutela degli investitori *retail* è da tempo al centro dell'attenzione della UE che si è impegnata nella revisione della MIFID: la Direttiva 2014/65 e il Regolamento 600/2014 costituiscono la MIFID II che dovrà essere recepita dagli stati entro la metà del 2016¹⁶. La direttiva segna uno sviluppo importante nell'ambito dei presidi posti a tutela dei risparmiatori in quattro direzioni: definizione di una *governance* nella gestione di un prodotto finanziario con l'obiettivo di allineare le sue caratteristiche con le esigenze del risparmiatore; possibilità per le autorità di vigilanza di intervenire per proibire o restringere il collocamento di prodotti finanziari potenzialmente riduttivi della protezione degli investitori¹⁷; definizione delle caratteristiche della consulenza indipendente; rafforzamento della definizione di adeguatezza di un cliente rispetto a determinati strumenti finanziari.

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

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

¹⁵ http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_en.htm

¹⁶ http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid2/index_en.htm

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

5. I derivati dell'amministrazione pubblica

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

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

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

5.1 Obiettivi e governance in merito all'utilizzo dei derivati

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

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

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

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

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

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

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

E' da chiarire in primo luogo il significato degli IRS di *duration*. La stipula di un contratto IRS in cui si paga il fisso già di per sé porta ad un allungamento della *duration*, questo non è il punto. Questi contratti non sono prettamente di copertura nei confronti dei titoli a tasso variabile (CCT), questi dovrebbero essere infatti coperti tramite gli IRS di copertura che rappresentano il 7% dei contratti derivati¹⁹. Per l'idea che mi sono fatto, gli IRS di *duration* sono stati stipulati per coprirsi a fronte di un rischio di tasso legato a titoli a breve termine a tasso variabile (BOT). Più o meno il MEF, a partire dalla metà degli anni '90, sembra aver operato nel seguente modo: oggi pianifico di fare emissioni di BOT nei prossimi anni con una certa cadenza, stipulo un contratto IRS a lunga scadenza in cui ricevo il tasso variabile che dovrò consegnare in futuro e pago il fisso. Così facendo, beneficio dei bassi tassi di interesse a breve in emissione, mi copro da rischio di tasso futuro ma mi assumo un rischio collocamento/quantità, nel caso in cui le emissioni di titoli a breve termine non siano quelle che avevo previsto al momento della stipula del contratto IRS. In questo caso i contratti IRS non sono stati utilizzati per facilitare il collocamento del debito ma per prendere profitto sulla parte corta della curva cercando di immunizzare il rischio di tasso che questo comporta. Un'operazione di copertura rispetto al rischio di tasso di non facile gestione anche perché, come vedremo in seguito, i tassi BOT incorporano un rischio spread che non è coperto da un IRS.

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

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

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

dunque essere tutta “colpa” del ribasso dei tassi di interesse. E’ corretto affermare che ante 2007 ci si attendeva un rialzo dei tassi e che il ribasso post crisi ha generato buona parte della perdita sui derivati, un costo di una scommessa finita male ma corretta in una logica di gestione del rischio, ma questo argomento da solo non spiega quello che è avvenuto²⁰.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

è specificato come, si tiene conto del rischio controparte nel promuovere un'operazione²¹. Questo non significa che sia presente un sistema di controlli indipendente. Credo che sia opportuno insistere nel rafforzare i presidi di governance chiarendo i compiti e le responsabilità delle due funzioni: collocare titoli di stato e gestire al meglio i rischi.

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

5.2 E' necessario utilizzare derivati per lo Stato?

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

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

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

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

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

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

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

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

Il secondo motivo è che la crisi finanziaria ha cambiato il mondo facendo emergere il rischio sovrano che nel caso delle operazioni di copertura tramite IRS è un *basis risk*²². Ante 2007 avevamo conosciuto un periodo di forte convergenza nel mondo reddito fisso area euro per cui il tasso di un BTP era assai simile a quello di un BUND ed ambedue erano fortemente correlati con il tasso *euribor*, il tasso cui è ancorato un IRS (assenza di *basis risk*). La crisi finanziaria ha fatto tornare di attualità il rischio sovrano. Questo ha reso del tutto vano l'utilizzo degli IRS ai fini assicurativi in quanto i tassi dei BOT e dei CCT (che dovevano essere coperti dagli IRS) erano legati all'*euribor* e allo *spread*, e ciò è destinato a perdurare nel tempo²³. L'unico modo per assicurarsi sarebbe quello di comprare *cds* sul debito pubblico italiano, una cosa impossibile; l'alternativa è di costituire garanzie bilaterali tramite un *credit support annex* che permette di eliminare il rischio-controparte tramite la marginazione delle posizioni. Il pregio di questa strada è anche quello di

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

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

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

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

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

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

5.3 Alcune note sul *mark to market*

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

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

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

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

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

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

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

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

5.4 Quale livello di trasparenza?

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

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

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

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

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

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

Merita una riflessione la proposta avanzata dal Presidente dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio nell'audizione del 12 maggio 2015²⁴. La proposta contenuta a pagina 16 secondo cui "L'*accountability* deve essere garantita attraverso la pubblicazione di set informativi regolari che forniscano alcune informazioni necessarie affinché gli *stakeholder* (parlamento e cittadini) siano in condizione di effettuare valutazioni corrette sul livello di rischio sottostante la gestione del debito pubblico" merita di essere qualificata.

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

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

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

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

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

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

6 Conclusioni

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

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

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

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

