

**COMMISSIONE VI  
FINANZE**

**RESOCONTO STENOGRAFICO**

**INDAGINE CONOSCITIVA**

**7.**

**SEDUTA DI MERCOLEDÌ 29 APRILE 2015**

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **DANIELE CAPEZZONE**

**INDICE**

	PAG.		PAG.
<b>Sulla pubblicità dei lavori:</b>		Patroni Griffi Ugo, <i>professore ordinario di diritto commerciale presso l'Università Aldo Moro di Bari</i> .....	3, 6, 8, 10, 12
Capezzone Daniele, <i>presidente</i> .....	3	Pelillo Michele (PD) .....	14
<b>INDAGINE CONOSCITIVA SULLE TEMATICHE RELATIVE AGLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		Pesco Daniele (M5S) .....	7, 11
<b>Audizione del professor Ugo Patroni Griffi e del dottor Nicola Benini:</b>		Ruocco Carla (M5S) .....	10
Capezzone Daniele, <i>presidente</i> .....	3, 10, 12, 14	Villarosa Alessio Mattia (M5S) .....	12
Benini Nicola, <i>amministratore delegato di Ifa Consulting</i> .....	6, 7, 8, 10, 13	<b>ALLEGATO:</b> Documentazione depositata dal professor Ugo Patroni Griffi e dal dottor Nicola Benini .....	15

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

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE  
DANIELE CAPEZZONE

**La seduta comincia alle 13.**

**Sulla pubblicità dei lavori.**

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso e la trasmissione televisiva sul canale satellitare della Camera dei deputati.

**Audizione del professor Ugo Patroni Griffi e del dottor Nicola Benini.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle tematiche relative agli strumenti finanziari derivati, l'audizione del professor Ugo Patroni Griffi e del dottor Nicola Benini.

Abbiamo 40-45 minuti in tutto, perché poi riprenderanno i lavori dell'Aula. Chiediamo quindi ai nostri ospiti di esporre la loro relazione per poi eventualmente rendersi disponibili a rispondere brevemente alle domande dei membri della Commissione.

Do la parola al professor Patroni Griffi.

UGO PATRONI GRIFFI, *professore ordinario di diritto commerciale presso l'Università Aldo Moro di Bari*. Grazie a tutti. Abbiamo preparato un documento a quattro mani, ritenendo che il tema che ci occupa sia il tipico tema di intersezione, il cui approfondimento non può prescindere dall'integrazione di professionalità diverse, quali la professionalità del dottor Benini, esperto del campo dell'analisi finanziaria,

e la professionalità di chi, invece, osserva il fenomeno dal punto di vista giuridico.

Depositiamo, quindi, una relazione alla quale è allegata ulteriore documentazione, nonché istogrammi e grafici. Abbiamo sintetizzato tale documentazione, come anche la relazione, in alcune *slide* che cercheremo di illustrarvi brevemente, considerando anche quali sono i vostri impegni di oggi.

Credo che una premessa sia veramente fondamentale. Abbiamo predisposto questi documenti su una serie di presupposizioni. L'elemento di fondo, cioè il testo contrattuale dei derivati sottoscritti dal Tesoro italiano, infatti, ci è assolutamente ignoto. Pertanto, abbiamo predisposto un documento non dico «alla cieca», tuttavia basato sulla nostra pluriennale esperienza avente ad oggetto i contratti sui derivati — soprattutto quelli sottoscritti dalle pubbliche amministrazioni — oltre che sugli elementi emersi durante le audizioni che ci hanno preceduto e resi noti mediante la documentazione messa a disposizione del pubblico, nonché sulle informazioni trapelate e diffuse fra gli addetti ai lavori.

Riteniamo di essere arrivati a conclusioni non molto lontane da quelle che potevano essere raggiunte attraverso l'esame della documentazione originale. Si tratta di contratti i quali, sebbene atipici, sono standardizzati, perché sono contratti comuni dei mercati finanziari. Vi è, in particolare, un procedimento di standardizzazione, sotto forma di autoproduzione, attraverso i contratti quadro dell'ISDA. Non ci attendiamo, quindi, che la tipologia contrattuale, se non per un caso che esamineremo in seguito, sia molto lontana dai modelli contrattuali che ben conosciamo e su cui abbiamo basato le nostre presupposizioni.

Evitiamo di ritornare sulle qualificazioni giuridiche dei contratti su derivati e degli strumenti finanziari su derivati, le quali sono state oggetto delle altre audizioni svoltesi, prima della nostra, presso la Commissione. Sotto il profilo della teleologia, ossia della funzione di questi strumenti, ci permettiamo solamente di aggiungere, rispetto a quanto già detto da chi ci ha preceduto, che, oltre alle tradizionali funzioni di copertura, ossia di *hedging*, e di *trading*, ossia speculative, i derivati svolgono di fatto, nella loro applicazione pratica, altre tre possibili concorrenti e, a volte, frequenti funzioni.

La prima è quella di ristrutturazione del debito, ossia la possibilità di utilizzare tali strumenti per ottenere un finanziamento implicito. È quella che risulta la più utilizzata da parte delle pubbliche amministrazioni, attraverso la postergazione del debito. Tale funzione, che si collega all'opacità insita in questi strumenti e al loro sistema di rilevazione contabile, permette, in sostanza, l'occultamento del debito e il suo trasferimento a esercizi successivi.

Questo aspetto costituisce, almeno negli enti locali, una forte spinta in senso opportunistico. Le amministrazioni, infatti, hanno inteso fare cassa, risolvendo il problema contingente e «traghetando» alle amministrazioni future l'indebitamento e, quindi, il pagamento del debito, attraverso un rinvio dello stesso nel tempo. Questa è una delle questioni rilevate anche nell'ambito delle vicende che hanno riguardato alcune regioni.

Fortunatamente, da un punto di vista tecnico, dal 2011 in poi la rilevazione contabile di questi strumenti finanziari su derivati da parte delle imprese private, delle pubbliche amministrazioni e anche dello Stato non diverge moltissimo, in quanto il sistema di contabilità pubblica si è gradualmente, per così dire, «privatizzato», prendendo atto del fatto che una rappresentazione che si basa solamente sul profilo della cassa non è veritiera. Una rappresentazione che dia rilievo solamente alle componenti finanziarie di conto, in-

fatti, non è una rappresentazione veritiera se non si ha anche una rappresentazione della realtà economico-finanziaria.

Il decreto legislativo n. 118 del 2011 ha elencato numerosi principi contabili di matrice metagiuridica. Anche nella contabilità privata i principi contabili non sono stabiliti dal legislatore, bensì dalla scienza della Ragioneria secondo quella che si chiama intersezione fra autoproduzione e norma, con riferimento alle regole della Ragioneria applicate e, quindi, in divenire. Quali sono questi principi? Noi ne abbiamo selezionati alcuni, che sono molto importanti.

Uno è il principio di veridicità, o di verità, che è un principio di derivazione anglosassone presente nelle direttive sui bilanci. Il *true and fair value* non è una verità reale, ma una verità contabile, in base alla quale, sulla base delle informazioni disponibili in un determinato momento, si fornisce la rappresentazione più attinente e idonea a fornire la rappresentazione contabile di un fenomeno della realtà fisica.

Un altro principio è l'attendibilità, la quale è collegata alla veridicità.

Non abbiamo evidenziato, ma si tratta di un nostro errore, il principio di correttezza, sul quale gli economisti, gli aziendalisti e i docenti che, come me, insegnano diritto della contabilità e del bilancio, hanno compiuto delle importanti riflessioni negli ultimi tempi.

In generale, questo principio era ritenuto prima ancillare e sussidiario rispetto a quello di verità o di prudenza. Si tratta, invece, di un principio che va valorizzato, perché il bilancio è destinato a essere letto e a dare una rappresentazione, sia pur sintetica, di una realtà economica a soggetti terzi rispetto a quelli che l'hanno formato. Deve trattarsi, quindi, di informazioni le quali, non solo devono essere elencate nel rispetto dei principi dettati dalla legge, ma che vanno rese nel rispetto del principio della correttezza soggettiva, come espressa nel nostro ordinamento all'articolo 1175 del codice civile: ciascuno deve fornire le informazioni in modo da

permettere al fruitore di tali informazioni di compiere scelte razionali e significative.

Ciò vale se fornisco un'informazione ai soci di una piccola società, i quali devono decidere se mandar via gli amministratori della società stessa, o devono deliberare di approvare il bilancio o operazioni sul capitale. Ciò vale, peraltro, credo anche maggiormente, nelle pubbliche amministrazioni e negli enti locali, nel cui bilancio vengono fornite informazioni che dovranno essere recepite dai decisori politici — i quali non hanno redatto il bilancio — al fine di compiere scelte strategiche le quali contengono opzioni politiche. Come si può esercitare il diritto a compiere valutazioni politiche discrezionali se non si possiedono le informazioni necessarie per effettuare tale tipo di scelte?

È dunque un errore della nostra *slide* che questo principio non sia abbastanza sottolineato.

C'è poi il principio di prudenza, che significa valorizzazione e esposizione in bilancio delle componenti negative, anche se non realizzate, mentre quelle positive non devono essere tenute in conto, se non realizzate.

C'è inoltre l'integrità, che coincide con il principio di separatezza, tipico del bilancio privatistico. Seguono la verificabilità, la prevalenza, e via elencando.

Nella nostra esperienza della rappresentazione contabile degli strumenti finanziari su derivati nei bilanci delle pubbliche amministrazioni, soprattutto delle amministrazioni territoriali più grandi, quali le regioni, ci siamo purtroppo resi conto di non avere un sistema informativo — il diritto contabile è il diritto dell'informazione — adeguato. Ne consegue che la rilevanza, ossia il peso finanziario ed economico di questi strumenti, in realtà, era misrappresentato, ossia non rappresentato pienamente.

Oggi, finalmente, la più recente normativa obbliga a fornire quattro informazioni fondamentali. Con riferimento all'entità e alla natura degli strumenti, la prima informazione è infatti la descrizione degli stessi. Non si può valutare uno strumento se non si sa di che cosa si sta parlando.

Poiché, seppur « atipici », questi strumenti sono in realtà tipici, in quanto tipici del mercato finanziario. La descrizione, anche sintetica, dello strumento di cui si parla, permette a chi legge il bilancio di capire quali sono i profili di rischio connessi allo strumento stesso.

C'è inoltre il *fair value*, ossia il valore attuale dello strumento. È chiaro che gli strumenti e i contratti su derivati sono contratti di durata, che si proiettano nel tempo e il cui risultato economico potrà essere apprezzato al momento della loro chiusura. Fra il tempo zero, il momento genetico, e la chiusura dello strumento, però, vi è un valore che è come una TAC del valore sintetico attuale.

Questo valore non è ipotetico, bensì reale e concreto, perché viene realizzato con metodologie condivise dalla prassi finanziaria. Non accade che ognuno sviluppi da sé questo valore: le banche si scambiano i derivati, ma non fanno ogni volta un arbitraggio per comprendere quale sia il valore dello strumento che viene scambiato.

Nei bilanci delle banche il valore degli strumenti è univoco, anche quando vengono scambiati da banca a banca, perché il modello è un modello circolante, è un *mark-to-model*, quello che noi comunemente chiamiamo, con una locuzione ormai entrata nella lingua italiana, *mark-to-market*. Il *mark-to-market* non è altro che l'applicazione di un *mark-to-model* di rappresentazione contabile in un determinato periodo del valore sintetico.

È un valore virtuale? No, esso è reale e ha anche una componente di informazione, utile alla programmazione e all'assunzione delle decisioni. Non è vero infatti che il valore finale può sempre discostarsi dal valore di *mark-to-market*. Dipende dalla *duration*, ossia dalla durata dello strumento, e dalla distribuzione delle probabilità. Ora lo vediamo nelle *slide* più tecniche.

Se la data di chiusura dello strumento è prossima, la probabilità che il valore di *mark-to-market* sia il valore reale di chiusura dello strumento a uno o due anni di scadenza è altissima, quasi sicura. Tenete

presente che, in alcuni casi, ciò si verifica anche quando la chiusura dello strumento è rinviata nel tempo, perché la metodologia con cui vengono assestati questi valori è quella tipica degli scenari di probabilità. Non è la profezia di Nostradamus. È la verità del *global data*, ossia l'estrazione di una previsione sulla base di dati concreti, che sono analiticamente ed economicamente verificabili.

Il fatto è che questi dati, analizzati correttamente, permettono di prevedere quale sarà lo svolgimento e il verificarsi di un determinato evento nel tempo.

NICOLA BENINI, *amministratore delegato di Ifa Consulting*. Vorrei rilevare come proprio le nuove norme contabili forniscano evidenza economica dei fatti. Come si è detto prima, il *mark-to-market* è un concetto concreto, è un concetto (quantità) economica e da questo non possiamo assolutamente prescindere.

UGO PATRONI GRIFFI, *professore ordinario di diritto commerciale presso l'Università Aldo Moro di Bari*. Questo valore, peraltro, condiziona la capacità di indebitamento dell'ente che lo esprime. Nel momento in cui viene attestato, sia da un privato cittadino, sia da una pubblica amministrazione, sia da parte dello Stato, il merito creditizio dell'ente è rappresentato in parte anche dal valore di *mark-to-market* degli strumenti finanziari in portafoglio.

Se il valore fosse effettivamente virtuale, non si comprenderebbe neanche la ragione per cui il legislatore si dovrebbe preoccupare di determinare regole prudenziali per quanto riguarda gli stanziamenti in portafoglio, sia in relazione all'appostazione di fondi rischio specifici connessi all'eventualità che quell'evento si materializzi, sia, anche nei casi positivi — in cui il *mark-to-market* risulti positivo o ci siano delle componenti positive — per il fatto che quelle componenti positive non potranno essere disinvestite e utilizzate per funzioni diverse dalla riduzione dell'indebitamento, a iniziare da quello specifico dello strumento che le ha generate

e a cui si riferiscono. Qualora questo avvenga, l'eventuale residuo potrà essere dedicato all'abbattimento dell'indebitamento di altri strumenti analoghi e simili e, infine, dell'indebitamento generale dell'ente.

NICOLA BENINI, *amministratore delegato di Ifa Consulting*. Questa è l'ulteriore dimostrazione che il rischio viene quantificato. Il rischio c'è, è concreto e, di conseguenza, esistono dei vincoli.

UGO PATRONI GRIFFI, *professore ordinario di diritto commerciale presso l'Università Aldo Moro di Bari*. Nell'ambito della regolamentazione contabile ci sono alcune consapevolezza. Se noi avessimo saputo prima che l'*upfront* — che è stato la delizia, prima di diventare la croce, delle pubbliche amministrazioni locali, perché permetteva di fare cassa — non aveva natura di componente straordinaria positiva di reddito, bensì di componente di debito, ci saremmo regolati diversamente. Fortunatamente, questa è una considerazione assolutamente comune e oggi recepita anche dal legislatore.

Le altre questioni le ho già anticipate nella *slide* che vi ho illustrato in precedenza.

NICOLA BENINI, *amministratore delegato di Ifa Consulting*. Passo ora alla questione della quantificazione: quanto sono costati i derivati? Proprio in questi giorni abbiamo letto veramente di tutto su questo tema. Noi vi abbiamo messo a disposizione una tabella esplicativa, composta da tre istogrammi che dovrebbero permettervi di avere un quadro effettivo di quanto è accaduto.

Abbiamo cercato di ricostruire, in termini molto sintetici, i flussi che la Repubblica italiana ha pagato negli ultimi quattro anni in relazione ai contratti in derivati.

Tutti voi conoscete i dati dell'Ufficio parlamentare di bilancio, che sono rappresentati dal primo istogramma a sinistra. Questo dato è stato calcolato per differenza ed è, quindi, corretto, tuttavia è

insufficiente, probabilmente perché attribuito a soli contratti di *Interest Rate Swap* e di *Forward Rate Agreement*. Si tratta, quindi, di una rappresentazione parziale.

Accanto (centrale), invece, potete osservare l'istogramma relativo al dato effettivo fornito da Eurostat - rielaborato da ISTAT - in cui vedete, ad esempio, che nel 2011 i flussi negativi ammontavano a 2,233 miliardi di euro. Questo dato si riferisce alla cassa reale, perché dettato dal fabbisogno.

Quello più importante è il terzo istogramma a destra, perché è frutto, purtroppo, di quell'asimmetria, di cui si diceva prima, tra aspetti economici e aspetti finanziari. Il terzo istogramma vi mostra questo raccordo fondamentale, inserendo la competenza economica e temporale. Quanto alla determinazione dei costi, in questi giorni ho letto veramente di tutto. C'è confusione tra pagamenti e costi: il pagamento è una cosa, il costo un'altra. Il derivato può originare una manifestazione finanziaria oggi o rinviata a domani, ma il costo corrispondente non lo percepisco appunto perché finanziariamente rinviato.

L'istogramma vi dice quanto sono costati effettivamente i derivati. Nel 2011 il costo è stato di 2, 414 miliardi di euro. Sommando tutti i dati, notate che il dato finale di costo è di 16,951 miliardi di euro.

È vero che Repubblica italiana ha pagato flussi per 12,6 miliardi - io ho letto sulla stampa 12,4, ma non è corretto; si tratta di 12,696 miliardi - ma è altrettanto vero che questa rappresentazione di 12,6 miliardi è insufficiente, perché parziale. Una srl qualunque, la quale debba fare una rappresentazione di competenza economica, affermerebbe che il dato corretto è 16,951 miliardi, poiché quello è il costo finale.

La domanda potrebbe essere: qual è la differenza e da che cosa è originata? Vi abbiamo allegato la nota metodologica dell'ISTAT, a pagina 4 della documentazione che vi abbiamo consegnato, in cui viene spiegato che cosa sono questi *adjustment*, ossia queste poste di aggiustamento economico.

Si tratta di poste molto importanti. La nota metodologica parla in particolare di « *riacquisto di Swap Option, cancellazione di contratti derivati, ristrutturazione di derivati* ». Si tratta proprio di quelle poste che non sempre generano una manifestazione finanziaria e che non possono essere ignorate.

Prima infatti abbiamo parlato di principio di prudenza e di accantonamenti. Lo Stato italiano dovrebbe predisporre il bilancio come fa, ad esempio, un comune come Gaggio Montano, il quale nella Nota Integrativa inserisce gli appostamenti a fondi rischi e indica il *fair value* autonomamente stimato con l'utilizzo di scenari di probabilità, che rappresentano una modalità riconosciuta per la determinazione del *pricing*.

Andiamo avanti. Anche in relazione al *mark-to-market* abbiamo sentito e letto diverse cose. Io tengo a ricordare che i dati pubblicati dalla Banca d'Italia sono parziali, per quanto riguarda gli enti locali, perché non tengono conto del fatto che non c'è la rilevazione dei dati relativi ai contratti con le controparti estere. Ahimè, però, queste incidono per oltre il 60 per cento del valore effettivo. Si tratta quindi di un dato sottostimato.

DANIELE PESCO. Questo è importante. Vale anche per quanto riguarda lo Stato?

NICOLA BENINI, *amministratore delegato di Ifa Consulting*. Per quanto riguarda lo Stato, il dato è quello comunicato (rilevato nei bollettini statistici di Bankitalia) e non lo vado a sindacare. Sicuramente, per quanto riguarda gli enti locali, si tratta invece di un dato sottostimato, perché non comprende il valore relativo alle controparti estere.

Passiamo ora a esaminare i singoli punti delle diverse ipotesi possibili. Ribadisco quello che ha detto il professore: parliamo di ipotesi critiche e mi baso su ciò che è emerso anche dalle audizioni svolte negli anni precedenti, alle quali anch'io ho partecipato nel 2009. Si tratta, quindi, di un tema che viene affrontato

ormai da moltissimi anni; segno che esso pone, evidentemente, una complessità di fondo.

Cominciamo dalla questione della gestione della *duration*. La gestione della *duration* è stata compiuta, da quanto emerge dai dati a nostra disposizione, utilizzando derivati di ristrutturazione sintetica. Quello che è interessante notare, però, è che la gestione della *duration* mediante contratti in derivati, è stata effettuata in un periodo storico - parliamo degli anni dal 2002-2003, fino al 2007 - in cui non c'erano particolari tensioni sul mercato dei *bond* governativi. A tale riguardo, abbiamo allegato alla documentazione depositata anche alcune tabelle esplicative da cui si desume che gli *spread* erano assolutamente contenuti, nell'ambito dei 30-40 *basis point*.

UGO PATRONI GRIFFI, *professore ordinario di diritto commerciale presso l'Università Aldo Moro di Bari*. *Spread* non era all'epoca neanche una parola di uso comune. C'era la convinzione generalizzata, più nell'uomo comune che negli analisti finanziari e nelle banche, che il debito pubblico fosse un debito non sottoposto ad alcun tipo di rischio e che, quindi, il rischio di *default* non si applicasse al debito pubblico.

NICOLA BENINI, *amministratore delegato di Ifa Consulting*. C'è un altro aspetto molto importante. Sembrerebbe emergere che la gestione sia stata effettuata in base a modelli previsionali. Ciò significa che veniva effettuata in base all'esperienza di quanto era avvenuto in passato.

Tuttavia, le *best practice* operative di un gestore e di un *asset manager* sono diverse, essendo basate sulla gestione del rischio mediante l'utilizzo degli scenari probabilistici e della scomposizione probabilistica del prezzo, che è un modo diverso di approcciare il problema.

Per inciso, noi abbiamo svolto una serie di ricerche. Se osservate la tabella relativa alla curva Euribor *spot* confrontata con la curva *forward* proprio in quel periodo storico, potrete notare un altro dato molto

interessante. Le curve *forward*, le quali in quel periodo venivano utilizzate come indicatori della possibile futura evoluzione del mercato, erano leggermente ascendenti. In quel periodo storico non c'era, quindi, l'attesa di forte rialzo dei tassi di interesse.

Un'altra questione che si evidenzia, e che è rappresentata nella *slide* sulla composizione del portafoglio derivati della Repubblica italiana, riguarda la compresenza degli IRS di *duration* e degli IRS di copertura.

Su tale questione vorrei premettere innanzitutto che gli IRS di *duration* non trovano un riferimento nella letteratura finanziaria e che, quindi, si presume si tratti dei contratti di *Interest Rate Swap fixed payer*, in cui è lo Stato a pagare a tasso fisso. Gli IRS di *duration* non sono una quantità marginale, posto che incidono in larga parte sul portafoglio della Repubblica italiana. Come vi dicevo prima, tuttavia, non sono strumenti di copertura, bensì strumenti che permettono di prendere una posizione sul mercato.

Un altro dato che ci ha incuriosito riguarda gli *Interest Rate* di copertura, definiti come tali: una questione molto strana è che il *mark-to-market* è positivo per 643 milioni di euro. Francamente, da operatore di mercato che ha lavorato anche nei fondi speculativi, sono meravigliato da questa situazione. L'IRS di copertura oggi dovrebbe essere necessariamente in perdita. Siamo con i tassi sotto zero. Anche questo necessita di un approfondimento.

Peraltro, l'IRS di copertura dovrebbe essere stato fatto su quale sottostante? Sui CCT in euro, ossia su titoli a tasso variabile. Se andate a vedere la percentuale, notate che è addirittura in leggera leva sulla quantità di titoli di Stato a tasso variabile in portafoglio all'epoca. Per differenza, quindi, mi verrebbe da pensare che gli IRS di *duration* siano stati fatti, invece, sulla componente a tasso fisso.

Un altro aspetto interessante riguarda il fatto che, nel portafoglio dei derivati del Tesoro, rinveniamo soltanto *Interest Rate Swap*. Io faccio il *risk manager* per aziende

e lo strumento principe che utilizzo nella mia attività professionale, come tutti i miei colleghi, sono le opzioni di copertura, ossia il *cap*. Non è un caso che la legge finanziaria per il 2014 preveda, da allora in avanti, che i comuni possano fare il finanziamento, ma con la copertura dello strumento principe, ossia l'*Interest Rate Cap*. Il *cap* è infatti la vera assicurazione.

È importantissimo chiarire un aspetto: quando si usa un IRS e quando un *cap*? Provo a fare una diagnosi. Ipotizziamo di trovare un'azienda che ha questo problema e di chiedere alla stessa di fornirmi la seguente informazione: un qualunque rialzo dei tassi d'interesse pregiudica il margine di contribuzione operativo industriale? In quel caso infatti sarò obbligato a usare l'IRS. Il caso classico è quello dell'impresa che lavora nell'ambito dei petroli, dove si gioca in margini ridottissimi. In questi casi sono costretto a utilizzare l'*Interest Rate Swap*.

Nella stragrande maggioranza dei casi alternativi, cioè quando un'azienda ha determinato la cosiddetta «soglia di tolleranza», cioè il tasso che determina un pregiudizio sul bilancio operativo, decido di comprare un *cap*. Comprare il *cap* è semplicissimo contabilmente, perché è un costo che viene ammortizzato nel tempo in base ai principi contabili, assolutamente trasparente e facile da prezzare.

Una questione che ha meravigliato tecnici della materia è quindi la seguente: perché nel portafoglio della Repubblica italiana non ci sono *cap* e ci sono tutti e solo IRS? Se avessimo dovuto coprire i flussi sui CCT, avremmo semplicemente utilizzato dei *cap*. Non abbiamo nemmeno *interest rate collar*, che sono stati largamente utilizzati dalle amministrazioni pubbliche.

Perché gli enti pubblici hanno usato i *collar*? Voi sapete che il *collar* è una combinazione tecnica tra l'acquisto di un *cap* e la vendita di un *floor*. In realtà, perché gli enti pubblici li utilizzavano, anche se sarebbe stato molto meglio fare i *cap*? Oggi non avremmo avuto tutti questi problemi perché la vendita del *floor* serviva finanziariamente per l'acquisto del

*cap*. In termini di cassa quindi questo non comportava un esborso, ma in termini economici la mancata contabilizzazione e la mancata armonizzazione che vi dicevo prima non facevano emergere il costo.

Passiamo ora ad analizzare la vendita di *Swap Option* (da parte del Tesoro). Si tratta di un tema che ci sta a cuore, perché coinvolge le modalità di gestione del rischio da parte degli operatori tecnici.

In proposito (e come vedete in dettaglio in relazione e nelle slides), abbiamo simulato un IRS acquistato in un dato momento per un valore nozionale di 100 milioni, che allo Stato sarebbe costato, supponiamo, il 5,12 per cento. Abbiamo ipotizzato una situazione molto semplice, utile come esempio per meglio comprendere la questione.

Che cosa succede? Si verifica una successiva diminuzione dei tassi, e pertanto questo 5,12 per cento diventa un costo troppo elevato (per il Tesoro). Che cosa si può fare in questi casi? La risposta classica è: proviamo a ristrutturare il contratto.

Sorge tuttavia un primo problema. Quando ristrutturiamo un contratto derivato, possiamo modificare il tempo e i flussi. Col derivato si può fare quel che si vuole. L'unica cosa che non si può fare è cambiare il costo. Il costo c'è. Il derivato si può rinegoziare, ristrutturare, ma ci sono due modifiche (a carico del nuovo contratto): un costo aggiuntivo e, soprattutto, il che è l'aspetto più importante, una modifica nel profilo di rischio.

Vi abbiamo mostrato graficamente come si realizza questa modifica. Questa è una valutazione per scenari probabilistici di un contratto IRS prima della modifica che si sarebbe dovuta attuare ai fini della ristrutturazione. Come potete notare, c'è una distribuzione di tipo sostanzialmente simmetrico, in cui la parte (area) delle perdite (attese), in rosso, è maggiore della parte (area) dei profitti (attesi).

Attenzione, però: nel *risk profile* che trovate a destra del grafico potete osservare la scomposizione probabilistica del prezzo. Potete preventivamente conoscere cioè che, in quel momento, ad esempio,

avete il 32 per cento di probabilità di avere un utile medio per 16 milioni di euro, ma anche un 68 per cento di probabilità di avere una perdita media per 30 milioni di euro.

È questo il dato di partenza, la fotografia del contratto. Procediamo ora con la ristrutturazione. Scomponiamola in due strumenti finanziari: abbiamo il nuovo IRS, che paga, ovviamente, un tasso più basso, ragion per cui tutti sono soddisfatti, perché i flussi finanziari escono in maniera più contenuta, ma cambia anche il profilo di rischio, perché in finanza nulla si crea e nulla si distrugge. C'è, quindi, un problema.

Andiamo al terzo grafico, che è il più rappresentativo di tutti. Questa è la sovrapposizione dei due scenari di probabilità relativi al contratto *ante*-ristrutturazione e al contratto *post*-ristrutturazione. Emerge immediatamente la c.d. « coda sinistra » della distribuzione. Voi potete osservare che, operando questa ristrutturazione, il rischio è aumentato ed è rappresentato nella diversa coda sinistra.

Questa informazione è fondamentale. È vero che, con questa ristrutturazione, si è iniziato a pagare meno fin da subito, tuttavia mi sono assunto importanti rischi per il futuro, nonché dei costi. Questa simulazione, peraltro, è stata fatta nella maniera più semplice possibile, senza contemplare i costi impliciti, che sapete tutti esistere in ogni rinegoziazione contrattuale. Se noi avessimo inserito una simulazione con 5, 10 o 15 « *basis point* » - parliamo di costi di mercato - la quota alla sinistra del grafico si sarebbe, chiaramente, molto allungata, anche in funzione del tempo.

PRESIDENTE. Vi ringrazio per la vostra relazione e, in modo particolare, per questa « fotografia » finale.

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

CARLA RUOCCO. Ringrazio per l'esposizione. Pongo tre domande *flash*.

Innanzitutto vorrei sapere se l'approccio probabilistico per la quantificazione

dei rischi finanziari trova consenso nel mondo scientifico.

In secondo luogo, ho letto sui quotidiani che sui derivati si è potuta allungare la *duration* di 88 giorni. Che cosa significa questo?

Inoltre, c'è molta confusione tra somme pagate, costi e oneri finanziari. Spesso le cifre sono discordanti. Qual è il fattore critico di queste discrepanze?

UGO PATRONI GRIFFI, *professore ordinario di diritto commerciale presso l'Università Aldo Moro di Bari*. Relativamente alla prima domanda, c'è consenso da tempo in ambito accademico sul metodo probabilistico il cui l'utilizzo è la prassi. Come pensate infatti che le banche calcolino il *mark-to-market* o assumano delle decisioni economicamente significative? Utilizzando questa metodologia, la quale è l'unica che permetta di assumere rischi consapevoli in finanza.

Il problema non è quindi l'applicazione, bensì l'obbligo di esporre il dato sintetico dello scenario probabilistico e la rilevazione contabile ai soggetti i quali non dispongono di analisti finanziari, né di *software*, e che non hanno banche dati idonee a fornire una data informazione.

La finanza è il luogo in cui le asimmetrie informative determinano le alee. L'alea del contratto è determinata dall'asimmetria informativa: una parte assume un'alea maggiore di quella che si aspetterebbe perché non ha tutte le informazioni, né la capacità, alle volte, di metabolizzarle.

Anche l'eccesso di informazione, e anzi proprio tale eccesso, il quale è tipico del metodo concorrente di rilevazione, ossia il *what if*, a volte permette, consente, determina l'occultamento e l'opacità dell'effettiva alea che un contraente assume.

NICOLA BENINI, *amministratore delegato di Ifa Consulting*. Quanto alla domanda sull'allungamento della *duration* di 88 giorni, più che comprendere quale ne sia stato l'effetto, (capite che 88 giorni sono un incremento molto contenuto) sarebbe interessante capire quanto ci è co-

stato tale allungamento. Solo se fosse costato poco o pochissimo, andrebbe bene.

Se avessimo i contratti, potremmo fare una *total disclosure* su tutto questo. Sapremmo tutto: costi, valutazioni, rischi. Oggi manca un *cockpit* fondamentale, secondo me. Noi non abbiamo queste informazioni.

Per prassi, ci vorrebbe quello che hanno le banche: il *cockpit* dell'analisi dei rischi. Devo conoscere il rischio di perdita massima attesa. Si tratta chiaramente di un'informazione legittima. Come contribuente, voglio sapere: qual è la perdita massima attesa sul portafoglio derivati dello Stato e con quale attendibilità statistica, visto che le banche lo calcolano, ad esempio, al 95° percentile? Si tratta di un'informazione fondamentale.

Rispondendo alla domanda, secondo me non è tanto importante aver spostato la *duration* di pochi giorni. Vorrei piuttosto sapere quanto è costata questa operazione, perché, se mi è costata tanto, forse non era il caso di usare gli IRS. Si sarebbero potuti usare strumenti diversi, visto che nel *risk management* e per prassi si usa lo strumento di cui vi ho parlato in precedenza, cioè il *cap*.

Perché lo fanno i comuni e non può farlo anche il Tesoro italiano? Sulla parte a debito di rischio usiamo il *cap*. Perché no?

Passo ora alla domanda sui bilanci. Come vi ho già detto, i grossi problemi verificatisi nell'ambito della finanza degli enti territoriali sono dovuti, come vi spiegava il professor Patroni Griffi, alla mancata rappresentazione a bilancio usando i principi contabili utilizzati dalle banche con le controparti.

Se lo Stato o l'ente pubblico usassero la stessa informativa di cui dispone la banca, la situazione cambierebbe. La banca calcola il *mark-to-market* non una volta l'anno, ma ogni secondo, perché la banca sa benissimo che quel *mark-to-market* è un valore attuale, concreto ed economico. Lo sa in ogni momento. Se noi oggi perdiamo 42,6 miliardi di euro è perché quel valore è un valore medio atteso. È un valore concretissimo.

La domanda che io mi pongo è: se oggi perdiamo 42,6 miliardi, quanto perderemo fra tre mesi? Possiamo perdere 30, ma possiamo anche perdere 50. Dipende dalla distribuzione e noi non la conosciamo. Credo che il cittadino dovrebbe poter conoscere tale distribuzione. A me piacerebbe conoscerla, francamente.

DANIELE PESCO. Da quanto affermato dalla dottoressa Cannata nel corso delle audizioni risulta che i derivati sottoscritti dal 2007 in poi non siano veri derivati, ma rinegoziazioni di derivati già stipulati. Secondo voi, ciò è stato fatto per assumere nuovi rischi e, quindi, per scommettere ancora di più, oppure per ridurre i rischi? Vorrei conoscere la vostra opinione.

Sui derivati stipulati tra il 2000 e il 2007, invece, ci è stato detto che sono stati fatti sempre a fini di copertura. Se andiamo a esaminare il nostro debito pubblico, tuttavia, notiamo che il valore dei derivati corrisponde circa al 10 per cento del nostro debito pubblico e, all'interno del debito pubblico, solo una piccola parte è riferita a titoli a interessi variabili. Ci chiediamo quindi se, anche in questo caso, questa sia stata una scommessa o se servisse veramente per tutelarsi dall'aumento dei tassi.

Aggiungo una domanda sull'evidenza delle spese per derivati all'interno del bilancio. Anche il Ministro Casero ci ha confermato, pochi giorni fa, che la spesa per derivati è ricompresa all'interno della spesa per il debito pubblico. Secondo voi, questo è sufficiente per farci capire quanto stiamo spendendo per i derivati e, soprattutto, i bollettini emessi da Bankitalia, secondo voi, sono completi nelle loro informazioni anche per quanto riguarda i flussi?

Infine, ci sono già state delle sentenze che hanno dichiarato la nullità di contratti in derivati per il fatto che non erano sufficientemente chiari e non mettevano la controparte nella condizione di comprendere il contratto. Secondo voi, questa strada potrebbe essere percorribile anche per quanto guarda i contratti in derivati dello Stato?

PRESIDENTE. Data l'esiguità del tempo a nostra disposizione oggi, vorrei far presente che sono fra i promotori di questa indagine, e sarei quindi ben felice di convocare nuovamente i nostri ospiti per proseguire la loro audizione. Oggi utilizziamo al meglio il tempo a nostra disposizione e poi, dopo aver esaminato la documentazione che ci hanno consegnato, potremo ascoltare nuovamente i nostri ospiti.

ALESSIO MATTIA VILLAROSA. Ho due domande.

Come è stato detto poco fa, per i comuni dal 2003 vige una normativa che limita i danni che gli stessi comuni potrebbero determinare utilizzando i contratti in derivati esclusivamente per finalità di finanziamento. La maggior parte dei contratti, a quanto ho potuto vedere, era stata stipulata con un *fair value* negativo, stipulando contratti altamente rischiosi per ottenere una liquidità immediata ed eludere le normali forme di finanziamento.

Nella maggior parte dei contratti, come detto prima, non vi è praticamente alcun utilizzo del *cap*. Quello che vorrei chiedere è perché, secondo voi, nel 2003 l'applicazione della stessa normativa non è stata estesa anche alle operazioni compiute dalle amministrazioni centrali e se voi l'applichereste.

UGO PATRONI GRIFFI, *professore ordinario di diritto commerciale presso l'Università Aldo Moro di Bari*. Parto dagli aspetti giuridici e lascio le considerazioni finanziarie al dottor Benini.

Quanto alla possibilità che i contratti possano essere dichiarati invalidi, secondo me si tratta di un'eventualità assolutamente remota. Prima di tutto noi non conosciamo i testi dei contratti. Dobbiamo distinguere fra tipologie contrattuali e modelli contrattuali e dobbiamo conoscere il diritto applicabile ai contratti e quale sia la giurisdizione competente a decidere eventuali controversie.

È evidente che, qualora la giurisdizione fosse diversa da quella italiana e la legge

applicabile, come spesso accade, fosse quella di un altro Paese, le possibilità, già in astratto, sarebbero molto ridotte, perché negli ordinamenti di *common law* vige il principio che rispetta il brocardo latino *pacta sunt servanda*, in base al quale l'inesperienza non dà luogo a un vizio del contratto e, quindi, l'asimmetria informativa non è da sola causa di risoluzione del contratto.

Peraltro, anche ove i contratti fossero disciplinati dal diritto italiano e la giurisdizione competente fosse propria dei nostri tribunali, andrebbe considerata la seguente questione: quali costi politici avrebbe la dimostrazione che il nostro Stato, rappresentato ai più alti vertici dei suoi dicasteri, non ha la capacità e la competenza per poter negoziare con le banche su questi strumenti? Forse si potrebbe vincere una causa, ma il costo sarebbe la perdita totale della credibilità del nostro Paese.

ALESSIO MATTIA VILLAROSA. Mi ero dimenticato una domanda brevissima.

Sul piano giuridico e normativo, gli aspetti relativi alla rotazione degli incarichi dirigenziali della pubblica amministrazione e ai conflitti di interesse sono stati definiti, prima grazie alla legge Severino e poi attraverso i nuovi Piani anticorruzione di Cantone.

Vorrei chiedere, invece, dal punto di vista operativo, voi che siete operatori del settore, come considerate la posizione di un dirigente di un'amministrazione pubblica centrale che abbia contemporaneamente un ruolo di amministratore di una banca pubblica, ossia Cassa depositi e prestiti, e che operi contemporaneamente con due stessi clienti, in termini di consulenze finanziarie in un settore e nell'ambito della contrattazione dei contratti in derivati nell'altro? Vorrei sapere se non ritenete che, in un caso come questo, vi sia la possibilità di un palese conflitto di interessi.

UGO PATRONI GRIFFI, *professore ordinario di diritto commerciale presso l'Università Aldo Moro di Bari*. A questa do-

manda preferirei non rispondere, perché noi siamo intervenuti nell'ambito di questa indagine conoscitiva in qualità di tecnici, mentre lei mi chiede una valutazione di tipo discrezionale. La gestione del conflitto e la prevenzione del conflitto sono modalità di organizzazione corretta ed efficiente di una qualunque attività, sia essa economica o politica, da parte di un soggetto consapevole. Ovviamente, non sta a noi — la sua domanda contiene già la risposta — sindacare fino a che punto il conflitto potenziale sia efficiente nella gestione di una determinata attività.

NICOLA BENINI, *amministratore delegato di Ifa Consulting*. Vorrei provare a rispondere alla domanda dell'onorevole Ruocco, perché la ritengo molto importante. Riguarda la questione del fondo rischi e della gestione dei rischi nella contabilità. Si tratta di un aspetto veramente importante.

Come abbiamo già detto, i principi contabili sono inderogabili. Il principio di prudenza è, quindi, un principio da cui non possiamo prescindere. Tuttavia, ci sono anche il principio di significatività e quello di integrità, i quali impongono che si debba avere una perfetta conoscenza del rischio, perché solo con la perfetta conoscenza del rischio e della sua distribuzione si può stabilire il relativo accantonamento.

Quello che ho letto ultimamente sui giornali è che lo Stato non ha appostato un fondo rischi specifico. Se ciò fosse vero, ne sarei quantomeno perplesso. Un'altra possibilità è che esso ci sia ma che sia commisto all'interno del servizio del debito. Se così fosse peraltro non risulterebbero rispettati i principi contabili di integrità, di verificabilità e, forse, nemmeno di significatività, perché l'amministratore pubblico come fa a prendere decisioni consapevoli, se nei 90 miliardi di euro di interessi ci sono dentro forse 3,5 miliardi di euro di derivati?

Ciò che riguarda i derivati deve essere appostato anche extracontabilmente e bisogna stabilire le regole di come debba essere calcolato, così come fanno le banche. Non dobbiamo inventarci nulla. Questo serve

per capire che cosa devo pagare oggi e che cosa pagherò sulle clausole di *early termination*. Noi abbiamo in piedi ancora, mi pare, 13 clausole, ma, in base alle informazioni disponibili, ad oggi non sappiamo che distribuzione hanno queste clausole e qual è il *fair value* atteso. Sappiamo solo che vi sono valori altissimi. Una *disclosure*, ripeto, ci permetterebbe di fare una ricostruzione di tutto quello che è successo. Potremmo, quindi, effettivamente capire se ci sono state delle criticità.

Le domande erano tante. È stata posta anche la questione della copertura del 10 per cento. Un *risk manager* non fa una copertura sul 10 per cento del portafoglio. Cerco di spiegarmi: se c'è un rischio in un'azienda, questa potrebbe decidere di lasciare il rischio aperto oppure di chiuderlo dal 50 fino, magari, al 100 per cento. Se si tratta di una vera gestione del rischio, si deve fare una percentuale di copertura che sia significativa.

In altre parole, se il Tesoro ha coperto il 10 per cento sul portafoglio, la domanda che mi pongo io è a che cosa serve questo, dato che quel 10 per cento non risolve il problema e, alla fine, diventa un costo. Avrei dovuto coprire tutto, ma allora avrei dovuto emettere CCT dall'inizio alla fine. Avrei fatto un IRS e avrei coperto il 100 per cento del portafoglio.

Va considerato che noi abbiamo un portafoglio fatto di BTP. La struttura del nostro portafoglio è già una struttura che permette, mediante la rimodulazione sul mercato primario, di «hedgearlo» (coprirlo). Quello che voglio dirvi è che non servono i derivati. Non è un caso che alcuni Paesi europei non ne stipolino.

Vi invito a leggere i dati pubblicati da Bloomberg, i quali parlano chiaramente. I numeri parlano infatti più di qualsiasi cosa e ci dicono che l'Italia ha il costo peggiore di tutti quelli dei Paesi dell'Unione europea messi insieme. Questo è un dato che ritengo abbastanza significativo. Ci sono Paesi che guadagnano un po' e altri che hanno un risultato zero.

Questi ultimi mi hanno incuriosito e sapete che idea mi sono fatto io, in qualità di tecnico? Che probabilmente quei Paesi

hanno lasciato perdere perché hanno deciso di non aver bisogno di fare derivati.

Se proprio voglio fare derivati, si pone una questione: sono sicuro di andare « in guerra » con strumenti adeguati, di possedere cioè le capacità tecniche per affrontare l'Ufficio analisi quantitative della Merrill Lynch o della Goldman? Sappiamo come è strutturata una banca di questo genere, dove abbiamo un *corner*, un *desk*, i quantitativi, l'ingegnere finanziario, nonché il *riskier* che fa il *mark-to-market* in ogni momento.

Se si va alla guerra, si va armati, altrimenti se ne fa a meno, soprattutto se si opera sul 10 per cento del portafoglio. Sono questi gli aspetti che faccio fatica a capire.

MICHELE PELILLO. Vorrei ringraziare i nostri illustri relatori da parte del Partito Democratico.

Penso che ognuno di noi abbia compreso quanto siano stati preziosi i loro contributi oggi. Probabilmente, presidente, sarà opportuno, come è accaduto altre volte, richiedere la loro disponibilità a intervenire in audizione nuovamente; abbiamo la possibilità di leggere con attenzione la documentazione che ci è stata consegnata e penso che potrebbe essere

opportuno riflettere su un'altra occasione di incontro con loro.

PRESIDENTE. Sono assolutamente d'accordo e ringrazio i nostri ospiti sia per quanto ci hanno detto, sia per la documentazione che ci hanno consegnato. Credo che alcune questioni che ci hanno illustrato e alcune di quelle che hanno affrontato per iscritto rappresentino strumenti utili per affrontare le audizioni con i soggetti istituzionali, al fine di porre loro alcune ulteriori domande.

Autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna della documentazione consegnata dal professor Ugo Patroni Griffi e dal dottor Nicola Benini (*vedi allegato*) e dichiaro conclusa l'audizione.

#### **La seduta termina alle 13.50.**

---

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI  
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. RENZO DICKMANN

*Licenziato per la stampa  
il 7 luglio 2015.*

---

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO

INDAGINE CONOSCITIVA SUGLI STRUMENTI  
FINANZIARI DERIVATI NELLE  
PUBBLICHE AMMINISTRAZIONI

Camera dei Deputati  
VI Commissione Finanze

Nicola Benini  
Ugo Patroni Griffi

Roma 29 aprile 2015

## Indice

<b>1</b>	<b>Premessa</b>	<b>2</b>
<b>2</b>	<b>Contratti derivati e finanza pubblica: una breve integrazione sulle finalità di utilizzo</b>	<b>4</b>
<b>3</b>	<b>Contratti derivati: quale contabilizzazione nei bilanci pubblici?</b>	<b>5</b>
3.1	Principi di contabilità pubblica e contratti derivati . . . . .	6
3.1.1	Il principio di prudenza . . . . .	7
3.1.2	L'importanza della nota integrativa per gli strumenti finanziari (all.n° 4 D.Lgs. 118-2011) . . . . .	7
<b>4</b>	<b>Ipotesi critiche sull'utilizzo e diffusione degli strumenti di finanza derivata nell'amministrazione centrale</b>	<b>10</b>
4.1	L'anomala composizione del portafoglio derivati dello Stato Italiano e la non dimostrata correlazione con i tassi di interesse	11
4.2	Le rinegoziazioni e la convenienza economica . . . . .	18
4.3	Comprensione del "mark to market" e criticità contabili . . .	19
4.4	La vendita delle "receiver swaptions" per ridurre la "duration" e permettere alle banche di coprirsi dal rischio-Italia . .	23
4.5	Le clausole di estinzione anticipata: un rischio per le finanze dello Stato . . . . .	24
4.6	Le garanzie bilaterali sui derivati introdotte dalla Legge di Stabilità 2015 . . . . .	25
4.7	Le banche con cui il Tesoro opera in derivati . . . . .	26
4.8	I derivati degli enti locali: quali presidi di trasparenza? . . . .	26
<b>5</b>	<b>Dati quantitativi conclusivi e confronti europei</b>	<b>28</b>
<b>6</b>	<b>Criticità rilevate sull'utilizzo e diffusione degli strumenti di finanza derivata nelle P.A.</b>	<b>30</b>
6.1	Le asimmetrie cognitive . . . . .	31
6.2	Inefficacia del quadro normativo . . . . .	31
6.3	La mancata separazione funzionale . . . . .	35
6.4	Carenza informativa e ridotta trasparenza . . . . .	36
<b>7</b>	<b>Possibili soluzioni per efficientare la gestione</b>	<b>38</b>
<b>A</b>	<b>Grafici e Tabelle</b>	<b>41</b>
<b>B</b>	<b>Esperienze degli autori in ambito di strumenti finanziari derivati</b>	<b>59</b>

## 1 Premessa

Gli autori di questa memoria desiderano innanzitutto ringraziare il Presidente on. Daniele Capezzone i vicepresidenti on. li Pelillo e Ruocco e la Commissione tutta per l'invito a partecipare a questa indagine il cui fenomeno è per noi oggetto di studio da circa un decennio.<sup>1</sup>

Chi scrive ritiene che non sia casuale che questa del 2015 sia la quarta Indagine avente ad oggetto i contratti derivati e la seconda con “focus” specifico sulla finanza pubblica: segno tangibile di un solco ancora profondo di asimmetria cognitiva ed informativa sul tema.

In un mondo in cui (per fortuna o sfortuna a seconda dei punti di vista) sono le c.d. “prassi di mercato” a dettare le vere regole del gioco, autoreferenziale, carente di sostanziale contraddittorio, è inevitabile che la comprensione della verità da parte di chi vive al di fuori diventa impresa ardua, ma riteniamo non impossibile se si sceglie un buon punto di vista.

Rileggendo sia le audizioni delle precedenti Indagini e quelle recenti si può osservare come un tema così specialistico non sia stato sempre affrontato nel suo ambito di origine, ovvero la finanza e in modo insufficiente proprio da parte di coloro che professionalmente e quotidianamente si trovano a valutare, negoziare, gestire e monitorare contratti derivati e/o che hanno vissuto concretamente proprio quelle esperienze fonti delle criticità oggi oggetto di indagine.

Chi scrive proverà a fornire qualche spunto critico e di riflessione con l'ambizioso obiettivo di delimitare le ipotesi alla base della verità da osservatorio diverso da quelli tradizionali del mondo finanziario dove si fronteggiano due categorie di attori: coloro che in qualche modo rientrano nelle categorie dei proponenti ( di prodotti. servizi) o producono e dall'altro la categoria degli acquirenti/usufruttori che cercano, in un percorso decisamente irto di ostacoli, di comprendere per poi decidere.

E' l'osservatorio di chi ha vissuto nei due ruoli (offerente ed acquirente di strumenti della finanza), ma ne ha professionalmente scelto un terzo (consulenza indipendente) proprio per poter studiare i comportamenti di entrambi.

Dopo aver analizzato in circa un decennio centinaia di casi che hanno visto coinvolte imprese di tutte le dimensioni, da artigiane individuali alle

---

<sup>1</sup>Per Benini trattasi della seconda audizione sul tema dopo quella del 2009 presso la Commissione VI Finanze del Senato focalizzata sull'utilizzo dei contratti derivati nell'ambito della finanza degli Enti Locali che a sua volta seguiva due indagini conoscitive precedenti presso la medesima Commissione VI del Senato del 2005 e 2007.

società quotate, private o pubbliche, casse di previdenza, enti locali dai minuscoli come il comune di Polino ad una grande regione come la Regione Puglia e persino soggetti istituzionali come banche, assicurazioni e fondazioni bancarie era quasi scontato che alla fine la questione sarebbe giunta fino ai soggetti dimensionalmente più rilevanti come gli Stati sovrani.

E l'Italia non è certo il primo caso perchè c'è chi ci ha sicuramente preceduto con esiti purtroppo infausti e le cui conseguenze sono deflagrate ad anni di distanza<sup>2</sup>.

Si perchè se esiste un denominatore comune di tutte queste vicende che può mettere insieme il sig. Rossi artigiano ed uno stato Sovrano questo si chiama fattore tempo.

Quel tempo che con l'ingegneria finanziaria implicita nei contratti derivati si può "acquistare" procrastinando per anni certi impegni finanziari dalla casella del tempo "t con zero". La stessa ingegneria che permette di "cancellare" un costo da un Bilancio pubblico permettendo di liberare risorse che altrimenti non sarebbero impiegabili per le esigenze pressanti ed immanenti tipiche di chi deve, anche talvolta drammaticamente, far "quadrare la cassa" delle finanze pubbliche.

Un costo, che sempre al nostro "t con zero", nel tempo poi rischia di incrementare di molto e allora si potrà dire che è "virtuale" e pertanto basterà con fiducia aspettare gli eventi che potrebbero comunque sistemare le cose.

Ma il tempo non è una risorsa infinita ed anche i contratti (per quanto li possa rinegoziare) giungono sempre ad una scadenza: quel giorno, in un futuro ritenuto lontano, ma in realtà già implicito nel presente ("il presente già paga il futuro"), ci sarà qualcuno che dovrà pagare per una decisione presa da chi lo ha preceduto.

L'indagine conoscitiva in corso riguarda anche ("rectius" ancora) le amministrazioni pubbliche periferiche. Ed è opportuno perchè ci sono molte similitudini tra le due fattispecie.

Grazie alle prime informazioni pubbliche (dopo lustri di silenzi) e dalle audizioni che ci hanno preceduto vedremo come oltre al denominatore comune citato si siano ipotesi critiche che potrebbero non discostare molto il comune di Polino, meno di trecento anime, ed una amministrazione centrale che rappresenta 60 milioni di cittadini: distanze siderali nei numeri ma non sempre nei possibili comportamenti.

---

<sup>2</sup>Si pensi al famoso swap tra Repubblica Ellenica e Goldman Sachs.

Oltre ad una componente qualitativa, che eviterà fastidiose ripetizioni di temi già ampiamente trattati dagli illustri relatori che ci hanno preceduto seguirà una parte tecnica e quantitativa di supporto alle ipotesi esposte che poggia su un decennio di raccolta dati ed analisi finanziarie sviluppate applicando rigorosi processi e metodologie che hanno il conforto del riconoscimento accademico internazionale e delle prassi di mercato.

Le osservazioni relative agli EE.LL. si basano sul contributo e testimonianze dei diretti interessati (dirigenti, sindaci, assessori ecc.) e su quanto si è potuto acquisire anche nelle attività di consulenza su incarico degli stessi Enti o dalla A.G. o in ausilio alla P.G., con il rilevante vantaggio di accesso diretto alla documentazione in uno spettro molto ampio e statisticamente significativo di casistiche.

## 2 Contratti derivati e finanza pubblica: una breve integrazione sulle finalità di utilizzo

A doveroso completamento di quanto già illustrato da coloro che ci hanno preceduto, è utile sapere che oltre alle tradizionali finalità di copertura, speculazione (gestione) ed arbitraggio i derivati permettono di perseguire ulteriori finalità, quantunque meno “nobili”, ma purtroppo non di rado utilizzate anche in finanza pubblica per ottenere benefici cosmetici sui bilanci (“window dressing”).

- **Finanziamento implicito od occulto:** consiste nel fornire risorse finanziarie in alternativa alle fonti tradizionali.  
Si può realizzare come “upfront” iniziale ed esplicitato nel “term sheet” contrattuale oppure implicitamente con una rettifica sul tasso parametro banca (“banca paga” nelle conferme d’ordine) che consente flussi certi e superiori al tasso parametro cliente per un certo periodo di tempo (anche per 2 o 3 anni).  
Il “netting” delle due gambe dello swap assicura flussi certi in entrata a fronte di un “mark to market”(M.T.M.) inevitabilmente negativo che compensa il valore attuale finanziario di tale differenziale.
- **Postergazione e/o occultamento di perdite economiche:** consiste nell’occultamento di una perdita economica esistente su un contratto non ancora scaduto o regolato.  
Quando viene riconosciuto un “upfront” si ottiene un duplice effetto: immediato finanziario per la copertura del flusso negativo corrispondente alla perdita di liquidazione ed uno continuativo economico con la traslazione della perdita sul nuovo contratto (che pertanto inizia con M.T.M. negativo)

### 3 Contratti derivati: quale contabilizzazione nei bilanci pubblici?

L' utilizzo improprio o patologico dei derivati, che ha costretto il Legislatore ad intervenire in una sorta di continua rincorsa, è stato favorito e facilitato dalle diverse regole contabili e di Bilancio tra soggetti pubblici, privati e intermediari finanziari

Grazie al completamento del processo di “armonizzazione” dei bilanci pubblici, ma soprattutto con il processo di convergenza dei principi contabili pubblici con quelli privati avremo un auspicato allineamento circa la lettura dei fatti che devono essere rappresentati.

Insomma anche in questo caso si potrebbe affermare una sorta di “equa” rappresentazione contabile a favore della consapevolezza tra le parti, ovvero quanto non sempre è successo finora.

**In altre parole quando uno stesso contratto finanziario viene diversamente rappresentato (o non rappresentato) nei Bilanci delle due controparti negoziali è immediatamente intuibile che le possibili valutazioni e decisioni di chi legge possono essere viziate.**

La mancata rappresentazione dei fenomeni economici da aggiungersi a quelli finanziari connessi all'operatività in derivati nei Bilanci pubblici, da un lato ha causato un forte limite alla comprensione/ consapevolezza degli amministratori e lettori dei Bilanci medesimi e dall'altra un evidente (seppur incolpevole) “vantaggio” competitivo per le banche.

Le due finalità aggiuntive citate sono state concretamente e diremmo facilmente realizzabili proprio per effetto delle diverse regole e conseguente insufficiente grado di “disclosure” del Bilancio Pubblico proprio in relazione a strumenti finanziari come i derivati che ben si prestano ad un disallineamento tra impatti finanziari ed economici.

L'analisi della sola componente finanziaria è del tutto insufficiente ed infatti anche lo stesso Osservatorio per la Finanza e la Contabilità degli Enti Locali del Ministero degli Interni ha emanato fin dal 2009 dei principi che pur ribadendo la “centralità” della competenza finanziaria hanno chiaramente indicato come **la rilevazione dei fatti di gestione deve tener conto di costi ed oneri e correlati proventi e ricavi per ottenere informazioni secondo il principio della competenza economica.**

In ambito di casistiche che hanno coinvolto gli EE.LL. è emerso spesso come l'aspetto economico non fosse tenuto in considerazione nel trattamento contabile o peggio come ci fosse una autentica confusione da parte degli

amministratori pubblici nell'individuare e separare le componenti nel trattamento contabile dei contratti.

### 3.1 Principi di contabilità pubblica e contratti derivati

I principi trovano enucleazione nell' allegato 1 dell'art.3 comma 1 del D.Lgs. 118/2011 (norme sull'armonizzazione).

Il principio della **veridicità** fa esplicito riferimento al principio del “*true and fair view*” che ricerca nei dati contabili di bilancio la rappresentazione delle reali condizioni delle operazioni di gestione di natura economica, patrimoniale e finanziaria di esercizio.

Il principio della veridicità si applica anche ai documenti di previsione nei quali è da intendersi come rigorosa valutazione dei flussi finanziari e nel caso anche economici generati dalle operazioni che si svolgeranno nel futuro periodo di riferimento.

Una corretta interpretazione del principio della veridicità richiede anche l' enunciazione degli altri postulati di bilancio: **attendibilità, correttezza e comprensibilità**.

Le previsioni e in generale tutte le valutazioni a contenuto economico finanziario e patrimoniale devono essere sostenute da accurate analisi di tipo storico e programmatico o, in mancanza, da altri idonei ed obiettivi parametri di riferimento, nonché da fondate aspettative di acquisizione e di utilizzo delle risorse al fine di rendere attendibili i documenti predisposti (principio dell'**attendibilità**).

**Un'informazione contabile è attendibile se è scevra da errori e distorsioni rilevanti e se gli utilizzatori possono fare affidamento su di essa.**

Infine, il sistema di bilancio deve essere **comprensibile** e deve perciò presentare una chiara classificazione delle voci finanziarie, economiche e patrimoniali (principio di chiarezza o comprensibilità).

L'articolazione del sistema di bilancio **deve essere tale da facilitarne**, tra l'altro, **la comprensione e permetterne la consultazione** rendendo evidenti le informazioni previsionali, gestionali e di rendicontazione in esso contenute.

Una qualità essenziale delle informazioni contenute nel sistema di bilancio è che esse siano **prontamente comprensibili dagli utilizzatori** e che abbiano la capacità di garantire sinteticità ed al tempo stesso analiticità delle conoscenze.

A tale scopo, **si assume che gli utilizzatori possano con la normale diligenza esaminare i dati contabili dei bilanci ed abbiano una ragionevole conoscenza dell' attività svolta dall' amministrazione pubblica considerata e dei sistemi contabili adottati, al fine di ottenere, dagli elementi quantitativi e qualitativi disponibili, chiare e trasparenti informazioni.**

### 3.1.1 Il principio di prudenza

Nei documenti contabili di rendicontazione il principio della prudenza comporta che **le componenti positive non realizzate non devono essere contabilizzate, mentre tutte le componenti negative devono essere contabilizzate e quindi rendicontate, anche se non sono definitivamente realizzate.**

### 3.1.2 L'importanza della nota integrativa per gli strumenti finanziari (all.n° 4 D.Lgs. 118-2011)

La **nota integrativa** allegata al bilancio di previsione presenta un contenuto minimo costituito da: *“gli oneri e gli impegni finanziari stimati e stanziati in bilancio, derivanti da contratti relativi a strumenti finanziari derivati o da contratti di finanziamento che includono una componente derivata”*.

A tal fine, per ciascuna operazione in derivati sono indicate:

a) informazioni sulla loro **entità** e sulla loro **natura**;

b) il loro **“fair value”** alla data di predisposizione del bilancio di previsione, determinato secondo le modalità previste dall' articolo 1, comma 3, del D.Lgs. 30 dicembre 2003, n. 394;<sup>3</sup>

c) il valore nominale e il **“fair value”** alla data di predisposizione del bilancio di previsione, della passività sulla quale insiste il derivato stesso e il relativo tasso di interesse;

<sup>3</sup>Per quanto concerne gli strumenti non quotati la norma al punto sub “b” richiama *“il valore che risulta da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati...tali modelli devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato”*. La legge cita pertanto le tecniche adottate dagli operatori professionali per il “pricing”.

d) Gli **stanziamenti del bilancio** di previsione relativi ai flussi di entrata e di spesa riguardanti ciascun derivato, relativi agli esercizi considerati nel bilancio e **i criteri di valutazione adottati per l'elaborazione di tali previsioni;**

e) **il costo finale sintetico** presunto a carico dell' Ente, calcolato, per ciascun esercizio cui il bilancio si riferisce, secondo la seguente formulazione:

$$\text{TFSCFS} = \frac{(\text{Interessi su debito sottostante} + / - \text{Differenziali swap}) * 36000}{\text{Nominale} * 365}$$

Gli importi relativi agli interessi e ai differenziali swap sono calcolati facendo riferimento agli stanziamenti iscritti in bilancio.

Dall'allegato A/2 al punto 3.10 leggiamo che la rilevazione dei flussi finanziari, conseguenti all' esistenza di contratti derivati in relazione al sottostante indebitamento, avviene nel rispetto del principio dell'integrità del bilancio (non sono pertanto ammesse compensazioni).

Pertanto, tenuto conto della natura di contratti autonomi e distinti, rivestita ad ogni effetto di legge, dai derivati e dai contratti di finanziamento sottostanti, **dovranno trovare separata contabilizzazione i flussi finanziari riguardanti il debito originario rispetto ai saldi differenziali attivi o passivi rilevati nel bilancio a seguito del contratto derivato.**

La regolazione annuale dei flussi che hanno natura di soli interessi è rilevata rispettivamente, per le entrate, nel Titolo III e, per le spese, nel Titolo I del bilancio.

L'eventuale differenza positiva costituisce una quota vincolata dell'avanzo di amministrazione, destinata, secondo il seguente ordine di priorità, a garantire i rischi futuri del contatto, alla riduzione del debito sottostante in caso di estinzione anticipata, al finanziamento di investimenti.

Gli eventuali flussi in entrata, una tantum, conseguenti alla rimodulazione temporale o alla ridefinizione delle condizioni di ammortamento di un debito sottostante, - i cosiddetti "up front" derivanti dalle operazioni di cui all' art. 3, lettera f) del D.M. 389/2003, in conseguenza della loro assimilazione ad indebitamento prevista dall' art. 3, comma 17, della legge n. 350 del 2003 - vengono contabilizzati nel titolo 6° delle entrate "accensioni di prestiti".

Nel caso in cui il derivato sia sorto con un "upfront", una quota del flusso annuale di spesa è imputato a rimborso di prestiti. La quota da registrare

come “rimborso di prestiti” è individuata sulla base del piano di ammortamento (definito in considerazione della durata del derivato e del tasso di interesse del derivato sottostante).

La regolazione annuale degli altri flussi riguardanti contratti di derivati che non hanno natura di interessi, ma prevedono l’ammortamento di un finanziamento, è rilevata nel titolo terzo della spesa concernente le spese per incremento di attività finanziarie.

Nel caso di **estinzione anticipata** del derivato, la somma ricevuta o pagata, corrispondente al valore positivo o negativo di “mark to market”, ha la stessa natura dei flussi netti originati periodicamente dallo stesso e, pertanto, è imputata, in caso di valore positivo, nel Titolo III delle entrate (entrate extra-tributarie) e, in caso di valore negativo, nel Titolo I delle spese (spese correnti).

**Nel caso di MTM positivo è necessario stanziare, tra le spese, un accantonamento per un valore corrispondente alle entrate accertate, con riferimento al quale non è possibile impegnare e pagare.**

La conseguente economia di bilancio costituisce una quota vincolata del risultato di amministrazione, fino a completa estinzione di tutti i derivati contratti dall’ente, a copertura di eventuali mark to market negativi futuri, e fino a completa estinzione di tutti i debiti coperti da derivati.

Infatti, nel caso di estinzione anticipata di uno strumento finanziario derivato, la somma ricevuta dalla liquidazione del “mark to market” viene destinata all’ estinzione anticipata di altri derivati detenuti dall’ente medesimo.

In alternativa, il “mark to market” positivo viene utilizzato dall’ ente per estinguere prioritariamente il debito relativo al mutuo o al buono obbligazionario a copertura del quale era stato perfezionato il derivato oggetto di estinzione anticipata.

Qualora, dopo aver estinto tutti i debiti coperti da strumenti finanziari derivati e dopo avere estinto tutti i collegati contratti derivati, residui una quota positiva di “mark to market”, quest’ ultima è destinata alla riduzione dell’indebitamento generale.

Costituiscono quota vincolata del risultato di amministrazione ai sensi di quanto previsto dal presente principio contabile applicato (trattasi di un elenco esemplificativo):

1. l’eventuale differenza positiva derivante dalla regolazione annuale di differenze dei flussi finanziari derivanti dai contratti derivati, destinata a

garantire i rischi futuri del contratto (principio 3.23);

2. l'accantonamento dei proventi derivanti dall'estinzione anticipata di un derivato, nel caso di valore di mercato positivo, per un valore corrispondente alle entrate accertate.

**Il vincolo permane fino a completa estinzione di tutti i derivati contratti dall'ente, a copertura di eventuali "mark to market" negativi futuri e, in caso di quota residua, per l'estinzione anticipata del debito (principio 3.23).**

**In estrema sintesi dettato congiunto delle norme offre un quadro incentrato su un approccio rigorosamente prudenziale, nel rispetto della competenza temporale e con rilevanti presidi di trasparenza con una possibilità di accesso alle informazioni per la quale è richiesta l'"ordinaria diligenza".**

#### **4 Ipotesi critiche sull'utilizzo e diffusione degli strumenti di finanza derivata nell'amministrazione centrale**

Grazie all'ampia documentazione disponibile ed alle numerose casistiche (chi scrive si è occupato per circa 8 anni in dozzine di casi di tutte le dimensioni - v. infra), si sono potuti accertare ed individuare i fattori critici che, non di rado, hanno causato problemi alle amministrazioni pubbliche periferiche (Enti Locali).

Per quanto concerne l'amministrazione centrale invece i contratti oggetto di indagine non sono mai stati ufficialmente forniti, nemmeno a codesta Commissione e fino a pochi mesi fa non vi erano informazioni pubbliche ufficiali minime o almeno sufficienti che consentissero di poter esprimere concrete ipotesi o permettessero delle analisi.

Invero grazie ad alcune autorevoli inchieste della stampa specialistica, a quanto si è osservato in relazione agli EE.LL., nonché nelle frequenti riflessioni scambiate tra "addetti ai lavori" (generalmente tutti concordi nell'auspicare un aumento del livello di trasparenza) si era da tempo intuito che il fenomeno avesse una rilevanza tale da meritare studi ed approfondimenti.

Proprio l'avvio di questa Indagine Conoscitiva e di una serie di informazioni via via acquisite o messe a disposizione da fonti autorevoli compreso lo stesso Ministero dell'Economia e delle Finanze ed altri soggetti istituzionali, ci permette oggi di elaborare delle ipotesi sulle possibili criticità in essere e

delle possibili soluzioni per un possibile efficientamento dell'attuale sistema.

Certamente la principale fonte di informazioni concerne le due audizioni fornite dal Tesoro nello scorso mese di febbraio cui si faranno richiami espliciti o impliciti.

Qualora, come è del tutto auspicabile, i contratti saranno messi a disposizione per una **“disclosure” terza ed indipendente rispetto alle parti**, si potranno confermare o meno gli assunti (o eliminare definitivamente le ipotesi a risposta multipla).

#### **4.1 L'anomala composizione del portafoglio derivati dello Stato Italiano e la non dimostrata correlazione con i tassi di interesse**

Il MEF ha dichiarato nelle proprie audizioni che l'attività in derivati è stata finalizzata ad aumentare la “duration” del portafoglio titoli e tale obiettivo è stato perseguito soprattutto con la politica delle emissioni. I dati confermano che le emissioni tendevano a concentrarsi via via sui BTP in alternativa a BOT e CCT.

In questo contesto non si comprende perché, per allungare la vita media del debito, non si sia proceduto integralmente attraverso la gestione delle emissioni (emettendo semplicemente BTP a lunga durata) e sia stato invece necessario ricorrere anche ai derivati in un lungo periodo storico fino al 2007 (da quando non si sono più fatte nuove operazioni) privo di tensioni sui mercati. All'epoca tutti ricordiamo come lo “spread” fosse una grandezza pressochè ignorata ed il debito governativo era considerato “risk free”.

Proprio in quegli anni non vi sono stati particolari problemi di assorbimento in asta dei titoli del Tesoro italiano e dei BTP in particolare: persino paesi come Grecia, Irlanda, Portogallo emettevano con regolarità e con spread assolutamente contenuti in poche decine di “basis points” (bps) sul “bund” (si veda Figura 17).

**Con queste premesse non si capiscono oggi le ragioni e l'interesse, lato Repubblica, di allora, di procedere con ristrutturazioni sintetiche.**

Al contrario non è difficile comprendere che le controparti (le stesse specialiste nelle emissioni) un interesse anche rilevante ad operare in derivati lo potessero avere (e non solo per le commissioni implicite plurimilionarie come meglio vedremo infra).

Tanto premesso le sommarie argomentazioni fin qui fornite dal Tesoro non consentono di fare chiarezza sul rationale sottostante alla composizione del portafoglio derivati, anzi hanno aumentato i dubbi.

Argomentazioni che unite ad alcuni numeri, lungamente attesi, sembrano far presagire debolezze tecniche nella gestione del medesimo.

Innanzitutto è apparso abbastanza evidente, perchè dichiarato in una delle audizioni, che il MEF ha adottato come criterio guida le osservazioni storiche dei tassi ed alcune non meglio definite “raccomandazioni degli Organismi internazionali riguardo alle migliori pratiche internazionali di gestione del debito”.

Da queste analisi storiche sarebbero state ricavate delle ipotesi previsionali che scontavano per il futuro (quanto lungo e per quale periodo non è noto) un sensibile rialzo dei tassi.

Invero, proprio le citate “best practices” di mercato e degli operatori che gestiscono portafogli e rischi si basano invece sulla curva dei tassi a termine (c.d. tassi forward) e sulle volatilità implicite nei prezzi dei derivati che riflettono qual è il range di variabilità attesa dei tassi.

Osservando questi dati si sarebbe scoperto che sì il mercato in media si attendeva una salita dei tassi, ma che questa attesa era avvolta in un simile livello di incertezza da rendere quantomeno inopportuno scommettere con decisione sul rialzo (si veda Figura 2).

Non solo si sarebbe potuto intuire che i grandi “players” (quelli che fanno mercato e controparti dello stesso Tesoro) non disdegnavano affatto di poter incassare tasso fisso.

In altre parole se si fossero utilizzati gli scenari probabilistici questi rialzi ritenuti così “certi” non sarebbero apparsi tali.

**E nel dubbio, nelle più classiche delle regole di “risk management” si sarebbe dovuto assumere una posizione prudenzialmente mediana o in termine tecnico a “benchmark”.**

Non a caso nell'unica tabella fornita (Figura 20) balzano immediatamente all'occhio quelli che il MEF ha definito “**IRS di duration**” che essendo una tipologia contrattuale non rinvenibile nella letteratura finanziaria e pressochè sconosciuta in dottrina, ha creato qualche grattacapo anche tra studiosi del fenomeno e operatori di mercato interpellati.

Prendere posizione sul mercato con IRS in cui si incassa euribor e si paga alla controparte bancaria un tasso fisso senza che il sottostante sia un ben definito titolo a tasso variabile correlato per nozionale indicizzazione e scadenza (ovvero le tre condizioni imprescindibili per assicurare una efficace copertura, come ribadito dalla stessa CONSOB e nei principi contabili) equivale ad una presa di posizione sul mercato, la stessa che un qualunque

gestore adotta quando opera secondo le sue aspettative e **pertanto cerca di anticipare il mercato.**

Detto in parole semplici agire con assunzioni previsive anticipando il mercato è attività speculativa (nell'accezione tecnica del termine): se le aspettative poi si realizzeranno si otterranno profitti, in caso contrario perdite in funzione poi della capacità di scelta del "timing" di uscita. E' una attività indirizzata sempre con un orizzonte temporale di breve o brevissimo termine. Uno degli errori più classici e gravi in questi casi è la trasformazione implicita di una strategia speculativa avversa in "investimento" di lungo termine. Qui il rischio di perdite puo' diventare senza ritorno come i manuali di gestione insegnano bene.

Proprio l'ammontare di questa "tipologia" di contratti IRS indicata nel prospetti del MEF (quasi il **65%** del portafoglio complessivo corrispondente al 79% delle perdite) appare **proporzionalmente incompatibile con la modesta esposizione in titoli a tasso variabile**: oggi i CCT pesano meno del **7%** contro oltre il 78% dei BTP (67% BTP classici ed un 12% di BTP legati all'inflazione europea o i più recenti indicizzati a quella italiana, i noti e richiesti "BTP ITALIA").

Un **secondo** elemento che sembra avvalorare le nostre ipotesi (e preoccupazioni) lo fornisce sempre il MEF nel prospetto citato: gli **IRS di "copertura"** infatti ammontano ad un modesto 7.71%, valore tutto sommato compatibile con una totale copertura ("full hedge" ma allo stato ci sarebbe una leggera leva finanziaria da eccesso) del portafoglio di CCT ordinari e CCT eur.

Non solo: in relazione a questa tipologia di IRS il MEF ci mostra un dato che francamente non ci saremmo mai aspettati: il prospetto infatti conferma che **questi contratti hanno un MTM addirittura positivo per quasi 650 milioni di euro.**

Questo dato lascia perplessi perchè proprio in questa ipotesi specifica ci saremmo aspettati ed anzi avremmo dovuto rilevare un MTM negativo.

Il Tesoro dovrebbe spiegare come è possibile che IRS di copertura (che pertanto dovrebbero incassare il variabile, lo stesso variabile correlato e pagato agli obbligazionisti sottoscrittori di CCT) siano oggi in positivo.

Quando sono stati sottoscritti? I tassi non sono mai stati inferiori ai livelli attuali.

Oppure questi IRS funzionano esattamente al contrario ossia incassano fisso e pagano variabile? Ma se così fosse si tratterebbe di una **posizione a leva** sui CCT.

Se valesse quest'ultima ipotesi (francamente non ne troviamo di alternative)

ma allora leggiamo una grande confusione di mezzi e fini.

Da un lato il MEF assume posizioni lunghe sul tasso fisso nonostante la prevalente posizione a fisso sul sottostante (BTP), poi assume posizioni lunghe sul variabile quindi inevitabilmente a leva perchè vanno a sommarsi a quelle già esistenti sui titoli a tasso variabile (CCT).

Domanda che si porrebbe un gestore: **ma allora qual'è la vera posizione complessiva del mix di portafoglio? Quale la logica seguita e perchè?**

Un **terzo** elemento critico concerne la **durata di questi contratti**.

E' difficile capire perchè si sia ritenuto ottimale sottoscrivere contratti di durata anche trentennale bloccando di fatto la posizione dello Stato. Il primo dato empirico inconfutabile dei mercati è che si muovono. Impegnarsi con contratti di alcuni decenni non consente certo flessibilità mentre comporta assunzione certa di rischi perchè se il mercato si muoverà nel senso sfavorevole alla mia assicurazione, io comunque ci dovrò restare dentro con due effetti perversi: uno finanziario di continuare a pagare ed uno economico di subire un MTM estremamente volatile.

Infine segnaliamo un **quarto** elemento critico: **nel portafoglio derivati del tesoro mancano proprio gli strumenti più tipici ed efficaci per la copertura dei rischi sui tassi** i.c.d. "interest rate cap" largamente utilizzati dai gestori del rischio di imprese di tutte le dimensioni ed ovviamente dai gestori di portafoglio per la semplicità e trasparenza di utilizzo. L'utilizzo dell'IRS con funzione assicurativa ha lo svantaggio di rendere non prevedibili i costi dell' "assicurazione". Se le cose vanno bene l'assicurazione potrebbe non costare nulla ma se vanno male (come poi è successo) gli oneri possono diventare molto alti.

A completamento di quanto già segnalato su questo tema da chi ci ha preceduto è importante notare che questo tipo di strumento evidentemente tanto piace agli operatori e gestori del rischio per efficacia ed efficienza quanto non piace in ambito pubblico nonostante oggi sia **l'unico strumento che, per legge, è utilizzabile per gli EE.LL. come previsto dal comma 572 sub "d" della scorsa legge di stabilità**.

La sottoscrizione di una opzione "cap" comporta l'immediato esborso di un premio che è a tutti gli effetti il costo della copertura, mentre per quanto concerne gli IRS non vi sono pagamenti immediati ma i costi rimangono impliciti.

In altre parole nel cap abbiamo una simmetria tra fatto contabile e fatto economico mentre negli IRS l'effetto economico non viene immediatamente rilevato, o peggio, percepito perchè il costo è implicito e nascosto nel diverso

valore delle due gambe dello swap.

Il “cap” ha l’ulteriore vantaggio di permettere l’ammortamento economico del costo in relazione alla durata temporale.

Agli amministratori pubblici pagare oggi e subito un qualcosa che avrà una utilità a lungo termine non piace per almeno due ragioni principali: la prima la necessità di disporre di immediate risorse (che spesso non ci sono) e l’obbligo di contabilizzare l’operazione come costo, la seconda che l’utilità dell’operazione potrebbe andare ben oltre al mandato “politico” previsto. Non c’è convenienza (anche politica) a pagare qualcosa oggi il cui beneficio si diluisce negli anni quando, in alternativa, è possibile non pagare nulla, non rilevarne il costo e verificare poi solo a distanza di anni (quando ci sarà evidentemente qualcun altro) se la scelta era stata oculata o meno. Se questo ragionamento dovrebbe essere ben poco “comprensibile” per un amministratore pubblico, lo dovrebbe essere ancora meno per una amministrazione centrale che dovrebbe ragionare in modo del tutto indipendente da logiche politiche e semmai come esempio per gli Enti.

È altresì interessante osservare che il Tesoro non ha neppure sottoscritto alcun “**interest rate collar**” strumento invece questo sì ampiamente utilizzato da comuni province e regioni.

Le motivazioni di questa preferenza per gli enti sono facilmente intuibili poichè in questa ipotesi si evita il tanto problematico pagamento di cassa iniziale e ciò permette di “nascondere” il costo economico dell’operazione che rimane implicito nel diverso “fair value” delle due opzioni (“cap” e “floor”) che lo compongono.

L’utilizzo di contratti collar, in alternativa e contestuali agli IRS di duration, oggi ci permetterebbe di contabilizzare un “mark to market” sì ancora negativo, ma a valori sensibilmente inferiori: almeno di 100 o 200 o anche 300 punti base inferiori al tasso fisso oggi pagato.

Infatti il Tesoro pagherebbe il differenziale tra tasso floor (che sarebbe stato a suo tempo ovviamente stipulato di qualche punto percentuale inferiore al tasso “spot”) e tasso di mercato (in tempi recenti divenuto inferiore al floor).

Parliamo prudenzialmente ed ipotizzando anche solo una ripartizione a metà tra “IRS di duration” e Collar di molte centinaia di milioni o meglio anche qualche miliardo di euro (l’ MTM relativo a questi IRS è negativo di oltre 33 miliardi) .

Anche in questo caso sarebbe interessante sapere e capire perchè non si sono presi in considerazione queste semplici ed utilizzatissime opzioni da parte

degli operatori e risk manager nella gestione del debito.

Un soggetto come lo Stato che non è un gestore privato di fondi e nemmeno un “hedge fund” non solo non può speculare, ma deve contenere i rischi in una logica di gestione razionale dei medesimi.

In mancanza di “certezze” (che purtroppo in finanza sono solo buone per coloro che devono vendere) un gestore massimamente prudente, quale dovrebbe essere lo Stato, che pertanto adottasse il più che mai valido criterio del “buon padre di famiglia” avrebbe assunto una posizione di mercato che in gergo tecnico gli operatori professionali o i “risk manager” definiscono “a benchmark”.

**Significa una posizione mediana che prescinde da scommesse e previsioni e pertanto e necessariamente “clona” l’andamento medio del mercato.**

Come anche un numero sempre maggiore di investitori fortunatamente ora sanno (grazie alla cultura finanziaria apportata dai consulenti indipendenti visto il palese “conflitto di interessi” di questa strategica informazione) questa posizione mediana assicura il perseguimento della c.d. “frontiera efficiente” rispetto a chi agisce in ottica speculativa, soprattutto nel medio e assolutamente nel lungo termine.

Assumere una posizione diretta sul mercato con un IRS “fix payer” senza sottostante è un modo di agire simile a quella di qualunque gestore professionale di un fondo o di una GPM (gestione patrimoniale mobiliare) quando in gergo va “lungo” su una posizione (es: acquista un titolo azionario) cercando di lucrare la differenza di prezzo entro un tempo predefinito.

L’esito potrà essere favorevole o meno: ma **il gestore professionale** non si affida alla speranza o alle semplici aspettative perchè prima di agire **fissa delle rigorose regole di “money e risk management”**: definizione dell’orizzonte temporale dell’operazione (se l’ipotesi non si realizza entro un certo periodo l’operazione si chiude), stima del rapporto rischio rendimento atteso su basi probabilistiche, determinazione del rapporto tra rendimento atteso (“expected return”) e perdita massima sopportabile (“shortfall”) ed una perdita massima “stop loss”) già automaticamente inserita nel “trade”. Senza alcun intento pubblicitario ma un romanzo di grande successo (“Diavoli” di Guido Maria Brera) vi può spiegare e forse emozionare nel capire cosa succede in un “dealing room”, di una delle tante controparti del nostro Tesoro.

Stiamo citando basilari regole di gestione del rischio dalle quali nessun gestore professionale può prescindere pena l’assunzione di ulteriori rischi

ultronei a quelli (accettabili) di mercato e spiacevoli conseguenze quali il licenziamento o l'allontanamento dal Comitato di Gestione.

Uno Stato sovrano dovrebbe assumere una posizione mediana che tecnicamente si concretizza con un adeguato e bilanciato mix di emissioni tra titoli a tasso fisso e variabile, senza alcuna necessità di ricorrere ai derivati salvo situazioni eccezionali e stabilite a priori. Come hanno fatto (almeno stando ai numeri) altri paesi europei come Spagna, Belgio, Croazia, Romania.

Qualora uno Stato come l'Italia si trovasse molto sbilanciato sulla componente a tasso fisso del debito (ed i dati oggettivamente lo confermano) garantisce oltretutto una remunerazione predefinita alle banche controparti **agevolandone notevolmente le strategie di “funding”** e, quindi, incrementandone la redditività.

Infine, ma non certo per importanza, si vuole criticare quella ricorrente (e se ci è concesso scolastica spiegazione) quando si afferma che le perdite dipendono dalla “imprevedibile” riduzione dei tassi - sui quali a fine anno il Tesoro ha accumulato un valore di mercato (mark-to-market) negativo per oltre 42.6 miliardi di euro.

E' una giustificazione semplice e plausibile per chi non si occupa professionalmente di finanza e gestioni di portafoglio e la possiamo anche giustificare quando affermata da qualche giornalista o parlamentare, ma non per una “controparte professionale”.

Gli operatori che conoscono la materia oltre alle enunciazioni preferiscono spiegazioni tecniche rigorose e convincenti corroborate da dati, tabelle e le “policy” di gestione in grado di fugare ogni dubbio.

Per cercare di dare una risposta si è era inizialmente tentato uno studio di correlazione tra valore negativo dei derivati riportati nel citato documento dell' I.P.B. ed andamento ufficiale dei tassi di mercato sia a breve (euribor 6 mesi) che a lungo termine (C.M.S. swap 7 e 10 anni).

Invero il tasso più corretto da prendere a riferimento potrebbe essere un CMS prossimo alla “duration” media del debito sottostante (5-7 anni).

Le analisi tuttavia rimandano all'assoluta necessità di avere le fonti documentali originarie perchè ci possono essere molti fattori distorsivi o non irrilevanti di “rumor noise” tali da rendere criticabile qualsiasi studio in merito. Eventuali estinzioni anticipate, chiusure di swaptions ecc. possono influenzare sensibilmente le stime.

Un fatto è certo ed indiscutibile: finora non è stato prodotto alcuno studio che dimostri l'esistenza ed il grado di correlazione tra andamento del "mark to market" e tassi di mercato.

Leggendo semplicemente i dati forniti dall'UPB la **Germania**, a titolo di confronto essendo il paese con l'mtm negativo relativamente più alto dopo il nostro, ha avuto momenti storici con MTM positivi alternati a negativi come sarebbe normale aspettarsi. I valori sono positivi nelle fasi di tassi relativamente più alti (2006, 2007, 2008,2009) mentre l' MTM è negativo nel triennio successivo, quando ormai si era consolidato il processo di riduzione (tab. 3 documento pag.13).

Che la giustificazione non sia plausibile è dimostrabile anche osservando come operano le controparti: non ci risulta che nessuna si sia esposta sul fisso al punto di perdere oltre un terzo del valore nozionale con derivati. Se fosse sarebbe una notizia pubblica e avrebbe creato fortissime tensioni (oltre ai probabili licenziamenti dei responsabili).

Delle due è l'una: o le banche sanno gestire meglio i rischi o non credevano del tutto al rialzo dei tassi.

Meraviglia ancora

#### 4.2 Le rinegoziazioni e la convenienza economica

Un fattore da tenere in debita considerazione concerne la convenienza economica delle ristrutturazioni.

Nei casi che ha visto coinvolti anche grandi enti territoriali non è stato infrequente verificare il mancato rispetto della convenienza economica a favore di quella finanziaria, spesso opportunistica perchè orientata al brevissimo termine.

Poichè il Tesoro, anche a seguito delle più stringenti norme SEC 2010 ha ridotto l'operatività dal 2007 procedendo con sole ristrutturazioni, sarebbe utile verificare se le stesse oltre alla convenienza di cassa, ossia la possibilità di ridurre gli esborsi finanziari nel breve termine, abbia tenuto debitamente conto della componente economica.

Come noto ogni ristrutturazione, se da un lato permette di posticipare o di ridurre dei pagamenti, dall'altro comporta dei costi sotto forma di peggioramento del MTM.

Per chi è costretto a fare i conti con il "fair value" le ristrutturazioni comportano notevoli difficoltà e devono essere ampiamente giustificate all'interno delle "policy", dove il vantaggio finanziario deve evidentemente essere tale da accettare diversi ed in genere maggiori rischi (che poi impattano nel Bi-

lancio di fine anno).

### 4.3 Comprensione del “mark to market” e criticità contabili

Sulla corretta comprensione del MTM abbiamo letto e sentito diverse inesattezze.

La prima e francamente inaspettata proprio sul sito del MEF, dove in una sezione “vero o falso” si afferma che è falso definire il MTM come un rischio immediato o una perdita e si legge “ *E’ solo il valore ai tassi di mercato attuali del derivato. Diventa un rischio (virgolettato) solo se esigibile in virtù di clausole di estinzione anticipata*”.

Fortunatamente chi invece il “mark to market” lo conosce bene (anche perchè “costretto” a convivere quotidianamente) sa bene che trattasi di una **componente economica del Bilancio concreta ed attuale**. Non a caso così definito anche da alcune figure altamente tecniche e qualificate che ci hanno preceduto nelle audizioni.

Tre aggettivi che qualificano e sintetizzano esattamente questa quantità troppe volte opportunisticamente fraintesa .

Il concetto è spesso assimilato, quantunque non sempre coincidente, con il “fair value” dove troviamo ampia letteratura nei principi contabili internazionali ed in dottrina ed è quel valore che una volta stimato sintetizza una media di distribuzioni di probabilità di risultati economici futuri scontati per il tempo.

Il MTM non è una grandezza astratta, ma concreta perchè impatta direttamente nei Bilanci privati ed è un dato particolarmente monitorato proprio da Banche ed Assicurazioni, ed impatta altresì, seppur in maniera solo formalmente diversa sui Bilanci pubblici (si pensi al patto di stabilità, al rating e alle segnalazioni in Centrale dei Rischi) come abbiamo dimostrato nella sezione apposita dedicata.

A fronte di certe obiezioni sulla concretezza o meno del MTM basti semplicemente riflettere sul fatto che in ogni istante ci sono milioni di operatori finanziari professionali che si scambiano prodotti finanziari non quotati e che, pertanto, devono stimare il corretto valore di ciò che stanno negoziando.

Questo presuppone ovviamente che ogni banca, indipendentemente dalle soluzioni tecniche adottate, **utilizza modelli di stima che conducono necessariamente a risultati condivisibili con le controparti**.

Non a caso in letteratura e nel diritto positivo si parla di “modelli generalmente accettati” (IAS 39 2427 - 2427 bis codice civile e nel citato D. lgs. 394 del 2003 ecc.) utilizzati per quantificare prezzi e rischi.

Se i prezzi derivassero da stime astratte e dipendenti da parametri soggettivi e non di mercato non ci sarebbe mai una condivisione dei prezzi e, quindi, non ci sarebbero scambi e mercati.

Le banche e le imprese industriali utilizzano gli output dei modelli per quantificare e contabilizzare nei Bilanci i rischi: **un mark to market negativo ha un immediato impatto economico perchè è la rappresentazione di un rischio che deve essere monitorato e contabilizzato: gli accantonamenti nei fondi rischi generano ovviamente delle componenti negative di reddito nel bilancio di competenza.**

Per i “desk” delle banche e i gestori dei rischi **il controllo MTM della posizione avviene giorno per giorno se non ora per ora** (la c.d. linea di “P.N.L. profit & loss). Nessuno si sognerebbe di ignorare il problema giustificandolo come “dato potenziale”.

Per evitare duplicazioni ci limitiamo al rimando della precedente relazione ed audizione tenuta dal prof. Minenna sul tema del “mark to market” che si condivide appieno in quanto riflette la concreta attività operativa degli operatori, ma anche di chi, come il sottoscritto, si trova quotidianamente a valutare contratti per conto della clientela, comprese le istituzioni facenti capo al Ministero della Giustizia.

Come noto il mark to market di Repubblica Italiana in soli tre mesi tra settembre e dicembre 2014 è aumentato di 5,779 milioni (36,870 ovvero quando dichiarato nella prima delle due audizioni del Tesoro, numero poi rettificato nella seconda audizione in 42,649 milioni).

Come è stato ripetutamente detto il mark to market potrebbe migliorare e non riflettere i flussi futuri: affermazione del tutto corretta formalmente; **tuttavia non è stato spiegato con quali probabilità tale miglioramento dovrebbe o potrebbe verificarsi o, di converso, con quali probabilità e con quali dimensioni potrebbe peggiorare.**

In una precedente audizione è già stato fornito un esempio molto chiaro **sull’incidenza del fattore tempo e sulle probabilità per la comprensione del rischio** che condividiamo appieno e pertanto non è necessario ripetere.

I 42.6 miliardi rappresentano **un valore medio delle perdite future** ovvero quello che i soggetti tenuti sono obbligati a iscrivere nei fondi rischi

dei propri bilanci perchè un valore atteso.

I soggetti più prudenti non si limitano ad accantonare il valore di MTM, ma tengono conto di quella che si definisce perdita massima attesa (“short-fall” o “drawdown”).

Sarebbe interessante **conoscere il dato di perdita massima attesa nel portafoglio derivati del Tesoro e le relative modalità di stima**. Trattandosi di un dato essenziale riteniamo che sia fruibile a semplice richiesta.

Inoltre sarebbe interessante conoscere le modalità di iscrizione nel Bilancio dello Stato del fondo rischi per i derivati, come fanno le sue dirette controparti.

Le risposte fin qui fornite (anche in tempi recenti come il 27 marzo u.s.) lasciano tuttavia diversi interrogativi.

È stato affermato da esponenti in rappresentanza del Governo che non ci sono accantonamenti specifici e che “di questo rischio si tiene conto nelle ipotesi alla base degli stanziamenti di bilancio per il servizio del debito **nel suo insieme**, di cui costituiscono una parte limitata i flussi finanziari sui derivati. Inoltre l’andamento dei flussi finanziari viene monitorato costantemente e se ne tiene conto in fase di assestamento di Bilancio. Per questa ragione **il bilancio preventivo dello Stato non contempla un fondo specifico relativo alla gestione dei derivati**”.

Questa risposta **non è compatibile con il rispetto dei principi di prudenza, chiarezza, comprensibilità, correttezza, ma anche significatività ed integrità** spiegati nella sezione apposita.

Non si possono confondere, come abbiamo visto infra ed in dettaglio, oneri di diversa natura, pena il venir meno la correttezza, comprensibilità e chiarezza.

La mancata informazione specifica impedisce eventuali azioni connesse ai processi decisionali (principio di significatività).

Le possibili “compensazioni” tra poste all’interno dello stesso partitativo minano il principio di integrità.

Infine, non essendo definito l’importo accantonato e le modalità di stima del suo ammontare, ci sono dubbi circa il rispetto sostanziale del principio

di prudenza.

Infatti non è noto quale sia la somma accantonata per lo specifica attività in derivati (anzi ci dovrebbero essere dettagli in relazione ad ogni classe/tipologia di strumento).

Non è noto neppure come sia stata stimata ed in base a quale “policy” di rischio.

In questi casi sono proprio le “policy” di gestione dei rischi (finanziari, operativi ecc.) che individuano i modelli utilizzati, le fonti dei dati, le risorse dedicate ecc.

**Risposte che una qualsiasi delle controparti del Tesoro saprebbe prontamente fornire agli azionisti** ed anzi deve fornire anche per le verifiche di solidità patrimoniale e finanziaria.

Le banche non solo accantonano quando hanno un MTM negativo, ma anche positivo in quanto la componente positiva di reddito potrebbe essere suscettibile di decrementi e pertanto istituiscono dei correttivi che distinguono un margine lordo (“gross margin”) rispetto a quello che sarà presumibilmente acquisito.

Un principio di prudenza che in ambito pubblico trova un’analogia ad esempio sul trattamento contabile degli “upfront” dove le sezioni di controllo della Corte dei Conti sono ripetutamente intervenute invitando gli enti non solo a non utilizzare questo finanziamento per spese correnti (titolo I), ma ad accantonarlo fintantochè non fosse ritenuto definitivamente acquisito. Esattamente come abbiamo visto nella sezione dedicata agli aspetti di Bilancio e contabili circa i vincoli di utilizzo delle risorse finanziari provenienti da contratti derivati.

Non si deve dimenticare infatti **che un eventuale mark to market negativo, impattando sul Bilancio, incide sui limiti alla capacità di indebitamento e sulle regole per il Patto di Stabilità e Crescita Interno**( art. 204 D.Lgs. 267/2000, art. 8 L. 131/2011 e DM 18 febbraio 2013), **viene regolarmente segnalato nella Centrale dei Rischi, pubblicato nei Bollettini Statistici di Bankitalia ed infine incide sul Rating dell’ente.**

Tutte questioni evidentemente molto concrete.

In ogni caso andrebbe approfondita la questione della contabilizzazione dei contratti nel Bilancio: sembra mancare infatti un efficace collegamento

tra le info extracontabili comunicate a Banca d'Italia e pubblicate nei bollettini statistici e la Ragioneria dello Stato.

Nel **“budget economico 2015-2017”** non abbiamo rilevato argomentazioni sui derivati e neppure di eventuali accantonamenti a fondi rischi che sarebbero obbligatori. Vorremmo esserci sbagliati.

Ricordiamo, come accennato nella sezione di contabilità, **che queste informazioni dovrebbero essere agevolmente reperibili con “l'ordinaria diligenza” di chi le cerca.**

#### **4.4 La vendita delle “receiver swaptions” per ridurre la “duration” e permettere alle banche di coprirsi dal rischio-Italia**

Un tema interessante già emerso tramite autorevoli inchieste e poi confermato nelle audizioni concerne la vendita di swaptions (opzioni su tassi di interesse) da parte del Tesoro alle banche-controparti soprattutto nella fase acuta della crisi del 2011-2012.

Il Tesoro tuttavia non ha sufficientemente spiegato in che modo questi derivati fossero funzionali agli obiettivi, salvo intuire che vi erano forti pressioni per ridurre la “duration” sul portafoglio degli IRS.

Dalle audizioni sembra che il MEF abbia venduto queste opzioni non con l'obiettivo di ridurre i rischi (come ben spiegato da chi ci ha preceduto, si tratta di swaption vendute o “receiver swaption” quindi assicurano la controparte negoziale del Tesoro), ma piuttosto per ridurre i costi connessi alla rinegoziazione di contratti interest rate swap di lunga durata stipulati in precedenza (Figure 10, 11.12 e 13).

**Se così fosse trattasi di opzioni vendute per finanziare le perdite economiche connesse alle ristrutturazioni.**

**Tuttavia non è chiaro da chi e come siano stati stimati i rischi aggiuntivi generati da quest'operatività che ha permesso alle controparti di ridurre i propri rischi grazie all' accorciamento o chiusura di alcuni swap.**

Questa interpretazione risulta coerente con una posizione di potenziale sudditanza del Tesoro rispetto alle banche-controparti sia con l'aumento della rischiosità di credito dello Stato.

La vendita delle swaptions sembra derivare dal fatto che le banche hanno pressato il MEF per poter uscire dal rischio-Italia o quanto meno per ridimensionarlo significativamente in modo da avere meno problemi con il rispetto della disciplina prudenziale delle banche stabilita dal Comitato di Basilea.

Lo confermano i dati circolati nello schema riassuntivo apparso sul sito del Tesoro pochi giorni dopo l'audizione dove si legge che il valore di mercato delle swaptions presenti nel portafoglio derivati del Tesoro è negativo per oltre 9 miliardi su un nozionale di 19.5, (vale a dire quasi il 50%).

#### **4.5 Le clausole di estinzione anticipata: un rischio per le finanze dello Stato**

Alcuni contratti derivati stipulati dal Tesoro presentano clausole di estinzione anticipata (come quella ormai ben nota di Morgan Stanley), per cui la controparte può esigere di incassare il valore del derivato prima della scadenza.

A giugno e dicembre 2014 due banche hanno esercitato due clausole di risoluzione anticipata tuttavia non sono stati comunicati i relativi flussi di cassa.

Inoltre non sono noti i costi di chiusura delle clausole chiuse negli ultimi anni (una ventina circa dal 2007).

Non solo. È stato riferito che ci sono ancora 13 contratti con clausole simili.

Nello schema riassuntivo apparso sul sito del Tesoro si legge che il “mark-to-market” dei contratti con clausole di estinzione anticipata che potrebbero essere esercitate dalle banche controparti tra il 2015 e il 2018 è negativo per oltre 2.6 miliardi su un nozionale 4.7 miliardi.

Una somma purtroppo sufficiente a elidere buona parte del risparmio sulla spesa per interessi stimabile per i prossimi anni grazie al rientro dello spread.

Dei contratti con clausole di estinzione anticipata esercitabili dopo il 2018 si sa solo che il loro nozionale è di 11.5 miliardi euro ma non è stato comunicato il “mark-to-market” di queste posizioni.

Purtroppo anche in questa circostanza si prende atto di una carenza di informazioni quantitative imprescindibili per valutare il rischio effettivo sulle casse pubbliche.

#### **4.6 Le garanzie bilaterali sui derivati introdotte dalla Legge di Stabilità 2015**

La Legge di Stabilità per il 2015 ha introdotto la possibilità per lo Stato di prestare garanzie alle proprie controparti relativamente a nuove operazioni in derivati senza peraltro escludere la prestazione di queste garanzie anche su derivati già in essere.

Le garanzie sono bilaterali (cioè anche la controparte presta uguale garanzia al Tesoro), ma per capire il perché di questa novità normativa bisogna ragionare ancora una volta in termini di esposizione al rischio-Italia. Infatti, grazie a queste garanzie le controparti bancarie del Tesoro risulteranno immunizzate dal rischio Italia perché il Tesoro dovrà postare collaterale (di fatto sotto forma di liquidità) in conti di deposito segregati a garanzia del mark-to-market positivo delle controparti.

Il Tesoro ha riportato la notizia enfatizzando che la prestazione di queste garanzie consentirebbe un risparmio stimato nell'ordine di 5 punti base sui 3 anni, 10 punti sui 5 e 20 punti sui 10 anni.

Tuttavia non è stato spiegato se questo risparmio corrisponda all'effettivo valore di mercato dell'assicurazione dal rischio-Italia che, attraverso queste garanzie, il Tesoro sta implicitamente fornendo alle sue controparti bancarie o se invece si tratta di una vendita di un'assicurazione a prezzi la cui convenienza sarà da stimare di volta in volta per evitare di avvantaggiare le banche.

La direzione del Tesoro ha rassicurato la Commissione parlamentare che gli importi da versare a collaterale dipendono dall'andamento e dalle volatilità dei tassi, ma non dal merito di credito dell'Italia. Tuttavia insiste un problema: se il rischio-Italia peggiora il costo per il Tesoro di reperire questa liquidità aumenterà peraltro proprio quando aumentano le difficoltà ("cost of funding" che impatta sulla "funding valuation adjustment" e quindi sul costo di estinzione).

#### 4.7 Le banche con cui il Tesoro opera in derivati sono le stesse specialiste delle Aste sui titoli del debito: una sinergia o fonte di rischi?

La scelta delle controparti per l'operatività in derivati è sempre stata orientata prevalentemente nei confronti degli **specialisti di titoli di Stato soprattutto esteri** (due sole le banche italiane controparti in derivati: IMI ed Unicredit).

Una posizione che pone questi intermediari in una condizione di **forza contrattuale nei confronti dell'Italia**, mitigata, ed è importante ricordarlo, dal fatto che il Tesoro ha adottato come foro competente per eventuali dispute un Tribunale della Repubblica Italiana.

Poichè non si possono escludere rischi di conflitti o concorrenze di interessi tra le diverse attività si potrebbe valutare l'opportunità di tenere separate le controparti specialiste in titoli di stato da quelle che operano in derivati.

Sarebbe spiacevole verificare che questa scelta fosse in qualche modo collegata o voluta per garantire il miglior successo delle aste.

Come già noto, in particolari momenti storici di crisi vi è stata già una connessione tra il supporto nelle aste e le ristrutturazioni dei derivati per agevolare le controparti nel ridurre la loro esposizione sull'Italia.

Questo fatto non è il fine dell'operatività in derivati per qualsiasi Stato sovrano, ma sicuramente lo è per le banche controparti.

#### 4.8 I derivati degli enti locali: quali presidi di trasparenza?

Anche sulla questione dei derivati degli enti locali (su cui il MEF ha competenze di monitoraggi) la rendicontazione fornita appare insufficiente.

Ricordiamo che lo schema regolamentare ex art. 62 del DL 112/2008 è stato messo in consultazione nel settembre 2009 e prevedeva l'introduzione degli scenari di probabilità nell'informativa di trasparenza contrattuale per illustrare all'amministrazione locale l'effettiva capacità del derivato di ridurre i rischi connessi a una data passività finanziaria.

La presenza e la comprensione degli scenari probabilistici erano state identificate, peraltro, come elementi vincolanti ai fini della validità del contratto.

Come a tutti noto tuttavia questo regolamento non è mai stato emanato.

È stato riferito in precedente audizione che lo schema regolamentare messo in consultazione rifletteva la posizione di Banca d'Italia e Consob e che

la posizione del Tesoro era diversa in quanto prediligeva l'utilizzo di analisi di sensitività di tipo deterministico.

Questa posizione peraltro coincideva con quelle delle banche e delle associazioni bancarie che avevano partecipato alla consultazione pubblica con cui il progetto regolamentare è stato a lungo bloccato (ben 6 anni), per poi essere definitivamente abrogato dall'art. 1 comma 572 della Legge di Stabilità per il 2014 che ha sancito la definitività del divieto di stipula di derivati per gli enti locali.

E questo nonostante la bozza regolamentare avesse ricevuto **positivi apprezzamenti dalla Commissione VI (Finanze e Tesoro) del Senato e nonostante la trasparenza resa attraverso scenari di probabilità sia oramai riconosciuta a livello internazionale come l'unico strumento per far capire davvero i rischi di un derivato e di qualsiasi prodotto finanziario.**

**Esattamente al contrario di quanto letto nella prima audizione del Tesoro proprio le associazioni dei consulenti finanziari indipendenti Assofinanse e Nafop si erano espresse non solo in maniera favorevole all'adozione dell'approccio "risk based" CONSOB-Bankitalia, ma addirittura con una serie di suggerimenti per rendere più incisiva la capacità di trasparenza.**

Suggerimenti, frutto anche delle numerose esperienze maturate dai consulenti proprio nel supporto agli EE.LL. nella gestione e nei contenziosi aventi ad oggetto strumenti derivati (anche in casistiche assai complesse dove i contratti erano estremamente più sofisticati) e all' Autorità Giudiziaria.

In tal senso si sono espressi, anche recentemente, gli oltre 150 esperti di mercato e accademici di ogni parte del mondo in occasione di una consultazione Europea sui prodotti di investimento pre-assemblati.

Infine ha sorpreso il fatto che il Tesoro abbia comunicato di aver impiegato circa **15 anni** per creare un database riassuntivo delle sole caratteristiche contrattuali dei derivati degli enti locali.

## 5 Dati quantitativi conclusivi e confronti europei

Che tutte o parte delle potenziali criticità fin qui espresse siano verosimili sembrano dimostrarlo ancora una volta i numeri, i **confronti con altri paesi e le statistiche**, questa volta elaborate nel noto documento prodotto dall' Ufficio Parlamentare del Bilancio (n°3 del febbraio 2015) la cui approfondita diagnosi abbraccia una significativa serie storica di annualità dopo aver incrociato una serie di dati tra cui quelli forniti da EUROSTAT ed ISTAT.

Come ormai noto a tutti lo Stato italiano soffriva di una posizione negativa di 42,6 miliardi al 31 dicembre 2014 calcolata su un valore nozionale complessivo del portafoglio derivati di 163 miliardi di euro: quindi un 26%. Questo dato percentuale ed assoluto è **di gran lunga il peggior dato europeo conosciuto**, soprattutto se analizzato in termini dinamici osservando i dati storici dell'evoluzione del medesimo MTM nel tempo.

La tabella n° 3 del documento citato (Figura 18), che abbraccia il periodo 2006- 2013, dimostra che **siamo nettamente i peggiori in Europa sia come valori assoluti** poichè perdiamo quasi il doppio della Germania di questa poco invidiabile classifica, **e relativi** (tre volte in rapporto al P.I.L. ma la Germania ha un debito maggiore del nostro). Sempre in rapporto al PIL, impressiona osservare che l'Italia segue la penultima Grecia in 6 annualità su 8 (Figura 19).

I paesi nordici come Olanda, Danimarca, Finlandia, Svezia, notoriamente con elevato controllo pubblico e della politica, sono in utile (gli ultimi due paesi in tutte le annualità rilevate); altri come la **Spagna, Belgio, Croazia e Cipro sembra abbiano scelto di non operare visto che il valore di mercato è sistematicamente zero**: forse perchè **consapevoli** delle difficoltà e delle disparità in campo ovvero la necessità per competere di disporre di **risorse almeno pari a quelle dei “desk” delle grandi banche d'affari**.

La **Romania** il cui valore è andato a decrescere negli anni azzerandosi definitivamente dal 2012, mostra numeri compatibili con una scelta di disimpegno progressivo dai contratti.

Ai valori dichiarati di M.T.M. (valori economici attesi) si devono aggiungere flussi già concretamente pagati da Repubblica Italiana. E qui insorgono dei dubbi sui veri dati di flusso.

Stando ai dati elaborati dall'Ufficio Parlamentare del Bilancio (che cita come fonte diretta ISTAT- Eurostat) dal 1998 al 2013 (ultimo anno di

rilevazione) il saldo dichiarato è negativo per 3.937 miliardi; inoltre è di interesse rilevare che **dal 2006 al 2013 Repubblica ha accumulato esclusivamente flussi negativi per 11.538 miliardi di euro** mentre i flussi positivi incassati sono tutti ante 2006 (si veda Figura 3).

**In data 21 aprile 2015 ISTAT comunicava che i flussi da contratti derivati hanno avuto un impatto negativo sul Bilancio pubblico di cassa per 3,589 milioni di euro** di cui 3,314 di competenza dell'amministrazione centrale e 275 delle amministrazioni periferiche (si veda Figura 5 allegata)

Tuttavia **proprio i dati forniti da ISTAT ed EUROSTAT rivisti a seguito dell'introduzione dei nuovi criteri contabili SEC 2010** (in vigore dal 1 settembre 2014 per effetto dell'armonizzazione contabile europea prevista dal Regolamento UE n°549/2013) **ci forniscono dati dal 2011 al 2014 per un saldo negativo di cassa complessivo di 12.7 miliardi cui vanno aggiunti flussi correttivi (probabilmente riferiti ad estinzioni anticipate, ristrutturazioni, riacquisto swaptions ecc.) per 4,539 milioni con un totale complessivo di 16,951 milioni** (si veda Figure 6,8 e 9 allegate).

Nel calcolo dell'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche (-49 miliardi circa nel 2014 o 3% del PIL) si tiene conto del saldo primario (positivo per 1.6% del PIL) e delle spese per interessi (negativi per 4.7% del PIL): **con le nuove regole la spesa per interessi non contempla più l'impatto delle operazioni di swap.**

Parliamo del rispetto del principio di integrità.

Prendendo le tabelle ISTAT fresche di pubblicazione proprio nel momento che stiamo scrivendo abbiamo un consolidato di flussi di soli 4 anni di 16.9 miliardi, con il dato 2014 di circa 3.6 miliardi di euro.

Il differenziale delle due metodologie di calcolo è stato elaborato in una tabella ad hoc.

Le differenze, certamente rilevanti, dovrebbero essere imputabili alla mancata contabilizzazione delle operazioni di rinegoziazione o di estinzione anticipata che non venivano invece contabilizzate secondo il vecchio sistema.

Non a caso vi erano dubbi se i conteggi fatti da ISTAT fino allo scorso anno avessero tenuto conto, ad esempio in relazione all'esercizio 2012, del flusso negativo extra per la clausola di Morgan Stanley per 2,560 milioni.

Infine nulla si sa **dei costi di estinzione relativi alla ventina di clausole di cui il Tesoro ha comunicato l'avvenuta estinzione, mentre è noto che il valore economico negativo di quelle ancora in essere**

supera i 9,300 milioni.

**Numeri che dimostrano come il costo dei derivati ha finora vanificato buona parte dei benefici conseguenti al calo dei tassi di mercato sul costo per il servizio del debito** e sulle cui aspettative future rimangono dubbi e legittime preoccupazioni (Figure 14 e 15).

## 6 Criticità rilevate sull'utilizzo e diffusione degli strumenti di finanza derivata nelle P.A.

Le criticità che riporteremo nel seguito derivano dall'analisi di dati fattuali e documentali di tutte le parti attrici nella negoziazione di strumenti derivati. Si tratta in particolare di contrattualistica e modulistica degli intermediari<sup>4</sup>, le determine dirigenziali ed altri atti dispositivi degli Enti, memorandum di offerta o di analisi delle operazioni, proposte commerciali, contratti di "advisory" stipulati tra le parti negoziali, analisi quali-quantitative finanziarie disposte anche dagli Enti stessi che hanno attivato procedure di monitoraggio e diligenza economico-finanziaria.

Oggetto di studio sono stati Enti di tutte le dimensioni, da piccolissimi Comuni con poche centinaia di abitanti alle metropoli come Roma e Milano, regioni, come Regione Puglia, ed Enti non locali.

I contratti sui tassi di interesse visionati o analizzati sono più di 250 per oltre 5 mld di euro di valore nozionale e riconducibili a tutte le principali tipologie di strumenti finanziari collocati e/o rinegoziati da intermediari italiani ed esteri. Le valutazioni sono state fatte in coerenza ed imprescindibilmente alle quantità sottostanti agli strumenti derivati, essenzialmente le strutture di indebitamento degli Enti.

Infine, ma non per importanza, le analisi sono state estese anche ad alcuni derivati di credito in cui gli enti si sono trovati in posizione di venditori di credit default swaps (C.D.S.), ai fondi di ammortamento collegati ad emissioni di prestiti obbligazionari nella forma c.d. bullet,<sup>5</sup> siano essi nella forma dei fondi interni o *sinking funds* o degli swap per l'ammortamento del debito (amortizing swap).

<sup>4</sup>"Accordi quadro" sia di diritto italiano o secondo gli standards I.S.D.A., conferme d'ordine, "term sheets" esplicativi delle operazioni, certificazioni ex art. 31 Reg. Intermediari (operatore qualificato) ecc.

<sup>5</sup>ovvero a rimborso del capitale a scadenza.

## 6.1 Le asimmetrie cognitive

La prima criticità da noi sempre citata consiste nelle forti **asimmetrie cognitive** oltre che informative tra domanda ed offerta in un ambiente generale di grave “*deficit*” di cultura ed educazione finanziaria<sup>6</sup>.

Non vi è alcun dubbio che un migliore livello di cultura finanziaria ed una adeguata formazione avrebbero sensibilmente ridotto “*ab origine*” le situazioni critiche e gli sviluppi patologici. **Da sempre sosteniamo che è necessario fare educazione finanziaria** fin dai primi anni di scuola e formazione specifica per i decisori specie se pubblici. Affiancata alla scarsa competenza in ambito finanziario, si è manifestata una profonda inconsapevolezza sugli aspetti giuridici che regolano questa materia.

Gli Enti sono incappati in **rischi contrattuali** favoriti dal fatto che la **consulenza legale quasi sempre veniva delegata agli stessi consulenti dell’intermediario**. In molti casi **non** è stata fatta alcuna “*diligence*” legale preventiva su tutta la modulistica sottoscritta.

Gli Enti soprattutto medi e piccoli non conoscono le normative e soprattutto gli **usi negoziali di settore** e sono incappati nei classici rischi contrattuali dovuti ad arbitraggi di convenienza favoriti dalla giurisdizione e/o legislazione *crossborder*. Le innovazioni finanziarie, quali l’utilizzo di strumenti derivati, devono seguire alcune regole imprescindibili: la comprensibilità secondo la diligenza ordinaria, la consapevolezza **anche** da lato offerta<sup>7</sup>, l’utilizzabilità finalizzata agli obiettivi programmati ed alla maggiore efficacia e/o efficienza<sup>8</sup>.

## 6.2 Inefficacia del quadro normativo

La crescita del mercato dei derivati negli Enti è cresciuto negli anni con un tasso di crescita e di complessità eccessiva rispetto alle reali necessità degli Enti locali ed alla capacità del legislatore di disciplinarne l’utilizzo.

---

<sup>6</sup>Anna Maria Tarantola vice direttore generale di Bankitalia ha definito la carenza di educazione finanziaria “*una vera emergenza nazionale*” ancora ha affermato che “*è necessario portare in modo stabile iniziative di formazione in materia economica e finanziaria nella scuola*” ma ci piace ricordare il dott. Alessandro Profumo a.d. Unicredit quando cita un esempio che da anni richiamiamo in tutti i convegni circa la funzione delle banche: “**siamo come le industrie farmaceutiche solo che non c’è il dottore che prescrive il prodotto e siamo noi stessi che abbiamo anche questo ruolo**”. In realtà i dottori esistono da alcuni anni, ma non sono ancora noti al largo pubblico.

<sup>7</sup>Troppe volte si è notata una generale acriticità tra chi produce il prodotto finanziario e chi lo vende

<sup>8</sup>Citiamo i fondamentali presupposti della “*Know your customer e la merchandise rule*” e la “*suitability*” ben radicati anche nei principi del diritto italiano e non solo inglese

Non a caso nel 2008 il legislatore è stato costretto a disporre il blocco completo dell'operatività in derivati per avviare una revisione integrale della disciplina con riferimento sia alla tipologia di derivati ammissibili sia agli specifici contenuti informativi di trasparenza che i contratti devono riportare. Solo con la legge di Stabilità del 2014, art.1 comma 572, è stato consentito nuovamente agli Enti Locali di sottoscrivere contratti derivati limitatamente ad opzioni cap qualora siano parte integrante del contratto di mutuo stipulato.

Nell'evoluzione del contenzioso finanziario tra Banche ed Enti locali sono emerse tutte le lacune della vecchia normativa che è risultata equivoca e spesso di difficile (e controversa) interpretazione anche da parte di qualificati tecnici di settore, indipendentemente dallo spirito di parte che può avere caratterizzato le loro analisi.

L'articolo più discusso, perchè ha comportato il rilievo di profili penali nella negoziazione di strumenti derivati tra Banche ed Enti locali, è l'art. 41 della Legge Finanziaria 2002 (Legge 28 dicembre 2001, n. 448) ed il suo richiamo ad una necessaria "convenienza economica" da dimostrare nell'ambito della attività di rinegoziazione del debito.

Indipendentemente dal focus che ha assunto il contenzioso finanziario su questo tema, ovvero le modalità di valorizzazione dei flussi finanziari e la correttezza o meno dell'inclusione in questo calcolo del valore degli strumenti derivati, è evidente a qualsiasi lettura tecnica che l'obiettivo di convenienza economica potesse concretizzarsi solo in tre precise circostanze:

- Allungando e diluendo nel tempo il debito in modo che il valore attuale del nuovo debito risulti inferiore a quello in essere, ma così impegnando le future amministrazioni e generando dei surplus nelle gestioni correnti le cui destinazioni avrebbero dovuto essere frutto di scelte politiche ben definite e motivate.
- Potendo fare leva sulla retrocessione fiscale garantita sugli interessi delle emissioni. Tale beneficio è stato eliminato tuttavia per le rinegoziazioni avvenute dopo il 2005, con l'approvazione della Legge Finanziaria 2006 (Legge n.266, del 23 dicembre 2005).
- Qualora l'estinzione del debito in essere non comportasse costi di liquidazione di mercato tali da rendere la sottoscrizione di un nuovo debito equivalente.

Già prima di considerare l'inclusione degli strumenti derivati questa norma appariva come un nulla osta alla diluizione del debito nel tempo senza che fossero previste indicazioni stringenti sulla destinazione dei benefici ottenuti sulle gestioni correnti.

La mancanza di un chiaro principio sulla destinazione dei surplus generati attraverso l'allungamento del debito può essere riscontrata nel recente **art. 45 della legge 66 del 24/04/2014 che consente alle Regioni la facoltà di ristrutturare il debito mediante il riacquisto di emissioni obbligazionarie e contestuale chiusura anticipata delle operazioni in derivati.**

Anche in questo caso le indicazioni tecniche della norma lasciano spazio non solo ad un improprio allungamento del debito ma anche a rinegoziazioni che potenzialmente non rispettino il principio di convenienza economica. Non abbiamo allo stato indicazioni su quali e quante Regioni abbiano fatto uso di questa norma, ma, indipendentemente dal fatto che il MEF si sia posto a garante dell'operatività anche nei confronti delle controparti bancarie, si tratta di operazioni che necessitano di totale trasparenza, visto che impegnano a lungo termine e per importi ingenti i bilanci delle Regioni stesse.

Oltre al discusso principio di convenienza economica, occorre soffermarsi sulla previsione, in caso di emissioni obbligazionarie, di un fondo di ammortamento sul debito per far fronte al futuro impegno di integrale restituzione del capitale agli obbligazionisti. La gestione dei fondi accantonati è avvenuta spesso con titoli a bassa liquidità e con profili di rischio non compatibili con le finalità del fondo stesso. Infatti l'Ente, a fronte di un extra rendimento offerto dall'intermediario rispetto al tasso euribor<sup>9</sup> si prende in carico tutto il rischio mercato, di credito, di liquidità di questi titoli che potrebbe compromettere la capacità di rimborso a scadenza<sup>10</sup>.

A complicare la situazione siamo a conoscenza che vi sono serie difficoltà nella possibilità di modificare i titoli poichè sono state imposte commissioni di arbitraggio del tutto fuori mercato e in misura tale da rendere di fatto quasi impossibile ogni modifica di portafoglio. Questo perchè gli intermediari hanno a loro volta coperto i titoli più liquidi con C.D.S. (Credit Default Swap) sostenendone l'onere che viene così ribaltato sul costo di arbitraggio. Inoltre, la normativa all'epoca vigente lasciava la possibilità che la gestione di questi fondi avvenisse direttamente con strumenti finanziari estremamente complessi quali i C.D.S.

Sebbene l'utilizzo di questi strumenti possa risultare più efficiente rispetto ad alternative tradizionali, questi eventuali vantaggi devono essere

<sup>9</sup>rendimento per il *sinking fund* superiore in genere a quello riconosciuto implicitamente negli swap di ammortamento tradizionali

<sup>10</sup>L'anomalia risiede nel fatto che **L'Ente prende in carico i rischi di portafoglio, mentre l'intermediario gode dei frutti** (maggiori rendimenti grazie a titoli di maggiore rischiosità) **senza aver preventivamente fatto una analisi di rischio rendimento** ovvero se esisteva effettivamente una convenienza per il fatto che il maggior rendimento era tale da giustificare il rischio atteso sugli strumenti finanziari.

opportunamente compresi assieme ai relativi rischi da parte di Enti che spesso a malapena percepiscono il c.d. “rischio mercato”.

Purtroppo, proprio in relazione al deficit cognitivo di cui si è discusso in precedenza, si sono verificate molteplici situazioni in cui gli Enti non avevano alcuna conoscenza dei costi sopportati (ed è questo il caso in cui gli asseriti vantaggi di questa operatività rimanevano nella disponibilità delle Banche e dei rischi sopportati (ed è questo il caso di Enti inconsapevolmente assoggettati a leve finanziarie o a rischi su società, Enti o Stati Sovrani dal merito creditizio deteriorato).

Un altro esempio di disposizione normativa discutibile sotto il profilo tecnico è rappresentata dal divieto di contrarre derivati che comportavano “al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio (l’upfront) da regolare al momento del perfezionamento, in misura, tuttavia, non superiore all’1 per cento del nozionale della sottostante passività.” Resta a tutt’oggi non chiaro se il premio ammissibile fosse l’1% del nozionale iniziale, del nozionale medio di operazioni che prevedevano un piano di ammortamento, se dovesse essere determinato come valore emergente sia rispetto all’entità dei costi impliciti applicati sia del valore negativo accumulato da preesistenti operazioni in caso di rinegoziazioni.

Questi esempi, e i diversi esiti dei contenziosi, hanno certificato il fallimento della regolamentazione rispetto all’evoluzione (ed in certi casi la fantasia) dell’ingegneria finanziaria, capace di rendere opinabile e interpretabile (se non aggirabile) qualsiasi vincolo normativo.

Parimenti, non hanno portato un contributo alla chiarezza gli equivoci semantici in relazione alla finalità di queste operazioni. Si è lungamente dibattuto sul significato di speculazione, copertura, ristrutturazione o gestione del debito e, ad opinione di chi scrive, è sorprendente che spesso gli Enti, nei loro atti, abbiano utilizzato queste termini come sinonimi (es. copertura e ristrutturazione o copertura e gestione) mentre le Banche abbiano affidato ad esempio al termine “copertura” la mera corrispondenza tra gli importi nozionali di debito e derivati.<sup>11</sup>

Anche relativamente a questo rilievo occorre ribadire la mancata chiarezza d una normativa che pur permettendo esclusivamente operazioni di copertura, consente, alla lettera e) del D.M. n. 389/2003 di stipulare “operazioni derivate contenenti combinazioni di operazioni di cui ai punti prece-

<sup>11</sup>La corrispondenza nozionale tra operazione sottostante e operazione derivata richiama evidentemente il concetto di congruità, potendo essere un’operazione in derivati congrua ma anche non di copertura ma speculativa.

denti, **in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa** al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo predefinito. È chiaro che il “passaggio da tasso fisso a variabile” consenta di incrementare la variabilità futura dei flussi di cassa di una passività a tasso fisso, aumentandone il rischio e connotando l’operazione come speculativa.

In relazione a questi equivoci semantici, se per gli Enti si può nuovamente richiamare il già citato deficit cognitivo, lo stesso alibi non può essere invocato per un istituzione finanziaria ed i suoi rappresentanti, operatori qualificati per definizione, nè tantomeno per il legislatore che dovrebbe dare un contributo alla chiarezza ed alla univocità.

### 6.3 La mancata separazione funzionale

Si è assistito ad una **mancata separazione funzionale tra le attività di consulenza strumentale** e abbinata ai servizi di vendita/collocamento (c.d. attività di “*arranging*”) **rispetto a quelle di consulenza oggettiva e/o analisi/diagnostica finanziaria** (la vera e propria “*advisory*”).

Tecnicamente è “*arranger*” quel soggetto che ingegnerizza, predispone ed adatta gli strumenti per realizzare concretamente la struttura dell’operazione. In genere vi è una prima fase di “produzione” ad opera di quella che in gergo si definisce “l’officina finanziaria” e il successivo collocamento diretto tramite intermediari/ rivenditori (“*sellers*”) che pertanto, in quella sede, svolgono una attività di **consulenza** del tutto **incidentale** a richiesta.

È “*advisor*” **colui che consiglia** e suggerisce natura e tipologia degli strumenti efficaci e più efficienti, **in funzione di obiettivi ed esigenze generali e poi specifiche in rispetto del fondamentale principio di adeguatezza** ai bisogni. Se il consulente è indipendente, opera nell’interesse esclusivo della mandante e da questi viene esclusivamente retribuita. L’*advisor* con queste caratteristiche è **naturale controparte e contraddittorio rispetto all’intermediario o “arranger”** e può aiutare l’Ente anche alla selezione di quest’ultimi sulla base di criteri oggettivi e non, come spesso si è osservato, seguendo semplicemente quanto fatto da enti limitrofi.

Con questa separazione funzionale oggettiva e soggettiva **si eliminano implicitamente i potenziali conflitti di interesse.**

#### 6.4 Carenza informativa e ridotta trasparenza

La ridotta trasparenza è stata rilevata in aspetti quali **carenze nelle “disclosures” di Bilancio, mancata conoscenza dei costi applicati ai prodotti, inapplicazione di norme di legge.**

In primo luogo si rileva un **fondamentale errore di fondo nella percezione (e conseguente rilevazione nei bilanci) tra effetti finanziari e di contenuto economico.** Flussi di cassa attivi ed MTM positivi vengono automaticamente percepiti come “utile”, se negativi come “perdita” (errore percettivo/ euristico).<sup>12</sup>.

Si ribadisce che qualora un Ente abbia ricevuto flussi positivi **non** necessariamente si trattava di un guadagno economico. Per estremo anche laddove avesse contestualmente un MTM positivo!

Come peraltro più volte evidenziato anche da CONSOB già alla sottoscrizione il conto economico è negativo per una ammontare pari al costo (implicito) sostenuto. Finanziariamente tuttavia non appare nulla.<sup>13</sup>

Ad aiutare questa distorta percezione tra effetti finanziari ed economici contribuisce il mancato versamento dei c.d. “margin di garanzia”. Come noto il versamento di collaterali a margine costituisce nei mercati derivati quotati ufficialmente la garanzia per eccellenza per il mantenimento della stessa “integrità dei mercati”.

Nei mercati OTC la banca può prendersi il rischio di inadempimento di controparte oppure concedere delle garanzie in genere fidejussorie.

Anche in questo caso un esempio per capire: tra giocatori di poker i soldi sono messi sul piatto PRIMA di giocare per evitare l’insolvenza di qualcuno.

<sup>12</sup>Purtroppo il sistema contabile di riferimento per gli Enti Pubblici oltre ad essere prettamente finanziario e non economico non è mai stato disciplinato in modo completo in tema di strumenti finanziari specie se derivati. Oltre ai principi contabili dell’ Osservatorio del Ministero dell’ Interno alcune utili indicazioni si traggono dalla codifica S.I.O.P.E. dove però l’ M.T.M. non trova alcuna indicazione di allocazione. E’ stato risolto il problema della corretta allocazione degli “*upfront*” che è considerato debito e va contabilizzato nei trasferimenti di capitale. Inoltre sarebbe importante separare anche contabilmente gli effetti prodotti dalle variazioni di mercato ed effettivamente aventi natura di “oneri finanziari” dai costi di intermediazione/negoiazione che invece hanno natura diversa e pertanto vanno scorporati ed indicati come oneri per servizi. La distinzione (teoricamente obbligatoria per le corporate) darebbe maggior rispetto ai principi di trasparenza e chiarezza del Bilancio ed evitare la facile confusione e commistione tra elementi diversi. **Il lettore del Bilancio così potrebbe finalmente apprezzare quanto dell’ MTM e delle regolazioni periodiche (flussi) è effettivamente conseguenza delle variabili di mercato e quanto invece effetto dei costi di intermediazione**

<sup>13</sup>Il costo implicito si sarebbe palesato solo se subito dopo la sottoscrizione L’Ente, ancora in invarianza di mercato, avesse chiesto l’annullamento dell’operazione ed il riacquisto da parte della banca del medesimo contratto.

La posta in gioco è chiaramente quella sul piatto.

**La richiesta di margini** iniziali e di margini in adeguamento durante la vita delle operazioni non di copertura **consente una immediata percezione del rischio iniziale** (in funzione della percentuale richiesta inizialmente) **e del rischio c.d. “dinamico”** a seguito degli adeguamenti in aumento o diminuzione richiesti proprio al variare delle variabili di mercato.

Invitiamo il lettore ad immaginare che **cosa sarebbe successo se oltre a dichiarare il costo effettivo delle operazioni** a carico dell’Ente, in genere da un **minimo dell’1% del valore nozionale** dei contratti fino anche al 5% (o addirittura in casi di grave patologia intorno al 10%), i funzionari che proponevano le operazioni (siamo sempre nell’ipotesi di non copertura tecnica) **avessero chiesto anche un margine di garanzia “cash”** o quasi “cash” (ovvero strumenti come CCT o BTP abitualmente richiesti per le “clearing house”) pari al 10% o più da versare sul conto margini della banca. Crediamo, senza possibilità di essere smentiti, che pochissimi Enti o forse nessuno avrebbe sottoscritto contratti derivati (ma il ragionamento sarebbe ulteriormente estendibile alle decine di migliaia di PMI che hanno sottoscritto derivati rivelatesi non di copertura ma di “negoiazione”).<sup>14</sup>

Interessante constatare che il tema della marginazione di operazioni in derivati sia stato posto all’attenzione del MEF dalle stesse Banche ma in relazione alla loro posizione di creditori verso lo Stato Italiano. Si tratta dell’art.33 della legge di Stabilità 2015 che obbliga la parte su cui grava la perdita potenziale a garantire i pagamenti futuri sui contratti derivati attraverso un deposito di garanzia.

Se tale pratica va certamente vista con favore, in quanto farà emergere il reale impatto economico di queste operazioni, le perplessità risiedono sulle modalità con cui il Tesoro stipulerà questi accordi di garanzia bilaterale con le Banche per cui ha chiesto autorizzazione.

Non è chiaro se la norma sarà applicabile solo alle operazioni di nuova sottoscrizione o anche a quelle in essere. Qualora fosse applicata alle operazioni in essere, che vedono lo Stato Italiano debitore per un importo considerevole, non è chiaro quale sarà il valore che le Banche dovranno necessariamente corrispondere allo Stato visto che quest’ultimo già aveva dato garanzia, sotto forma di costo implicito per il proprio rischio di credito (c.d. CVA) al momento della sottoscrizione di questi strumenti; non è possibile pensare che per le operazioni in essere non si passi necessariamente dalla corresponsione di un premio per lo Stato Italiano, alternativamente si assisterebbe ad una duplice garanzia concessa gratuitamente alle Banche

<sup>14</sup> Termine tecnico per definire operazioni a natura speculativa o di “trading”

controparti.

Non è infine chiaro come avvenga, e a quali condizioni di remunerazione, l'accantonamento a margine da parte del Tesoro.

Asserire che le poste accantonate costituiranno un vantaggio perchè comporteranno, da parte delle controparti, la corresponsione di un interesse, è dare una visione distorta del fenomeno. Anzitutto perchè lo Stato Italiano non ha certo risorse finanziarie da accantonare e dovrebbe reperirle sui mercati indebitandosi. In secondo luogo perchè qualora controparte remunerasse le risorse accantonate al tasso EONIA (prassi di mercato), essendo allo stato questo tasso negativo, si troverebbe paradossalmente a non ricevere alcuna remunerazione ma a dover pagare ancora una volta.

Si ribadisce quindi la necessità, anche per questa circostanza, di una completa trasparenza.

## 7 Possibili soluzioni per efficientare la gestione

Come ripetutamente ribadito solo una completa ed indipendente “disclosure” dei contratti, delle procedure e delle “policy” di gestione permetterebbe di confermare l'esatto perimetro delle criticità fin qui espresse e la profondità quantitativa delle medesime.

Ciononostante, anche grazie alle tante esperienze del passato (e purtroppo ancora del presente) in ambito di finanza degli enti pubblici territoriali, possiamo proporre alcuni suggerimenti che a nostro giudizio dovrebbero meritare la dovuta attenzione.

**L'obiettivo a cui si dovrebbe tendere è il superamento delle attuali e ormai evidenti asimmetrie di risorse e capacità tra Tesoro e le sue controparti.**

È impensabile operare se non si è almeno allo stesso livello tecnico delle grandi banche d'affari.

In ambito strettamente tecnico è doveroso che le risorse umane dovrebbero essere focalizzate su competenze in analisi finanziaria quantitativa, “financial risk management”, di ingegneria finanziaria ed informatica per l'implementazione dei modelli e competenze nella gestione operativa di portafoglio figure tutte strettamente interdisciplinari ed imprescindibili per affrontare i mercati.

Gli incarichi devono essere basati su principi di assoluta meritocrazia e comprovata competenza esperienza ed indipendenza dei soggetti.

Tre requisiti che devono essere attentamente verificati prima e l'ultimo particolarmente monitorato durante l'incarico.

Non solo.

Vista l'enorme rilevanza delle somme in gioco sarebbe opportuno che l'ufficio deputato fosse sottoposto ad un controllo terzo ed indipendente nel merito di tutte le analisi di "pricing" e quantitative in una sorta di "second opinion" alla stessa stregua delle banche che già dispongono di sistemi paralleli di verifica e controllo (come previsto dalle direttive E.M.I.R., A.I.F.M.D.).

Ci dovrebbe essere uno stretto legame tra la contabilità operativa e relativi flussi extracontabili e quella della Ragioneria dello Stato con la possibilità per quest'ultima di conoscere i dati pressochè "real time".

Il flusso dovrebbe pervenire altresì alla Corte dei Conti che monitora l'attività dell'amministrazione centrale.

La gestione del rischio finanziario deve essere strettamente correlata nell'aspetto tecnico e poi contabile.

Nel rispetto dei principi contabili i rischi infatti devono essere contabilizzati e illustrati nei documenti preposti come la citata Nota Integrativa ed il Budget Economico dello Stato.

La responsabilità della quantificazione dei rischi spetterà all'Ufficio preposto Dipartimento del Tesoro, prima delle corrette imputazioni a Bilancio.

Deve essere fatta una attenta "disclosure" dei rischi operativi che in ambito proprio di pricing e mercati possono condurre a conseguenze rilevantissime.

Purtroppo persino in soggetti sottoposti a livelli di controllo multipli come i "traders" dei "desk" delle "dealing room" sono talvolta riusciti a sfuggire causando enormi danni alle banche. Sarebbe molto più grave se succedesse al Tesoro per gli ulteriori effetti reputazionali.

Devono essere verificate le attuali procedure per la prevenzione soprattutto in termini di informazioni "price sensitive" e suscettibili di possibile manipolazione di mercato, ipotesi non remote come inchieste e condanne internazionali ed il processo a Trani hanno purtroppo evidenziato.

Chi scrive ritiene con convinzione che queste risorse ci siano senza andare troppo lontano e con costi decisamente accessibili soprattutto in rapporto

ai rischi potenziali che sono decisamente elevati.

Infine non è certamente nostro compito entrare nel merito e della bontà della “governance” attuale, tuttavia da soggetti tecnici riteniamo che si possono proporre dei suggerimenti, di buon senso e mutuati da altre realtà, anche in questo specifico ambito.

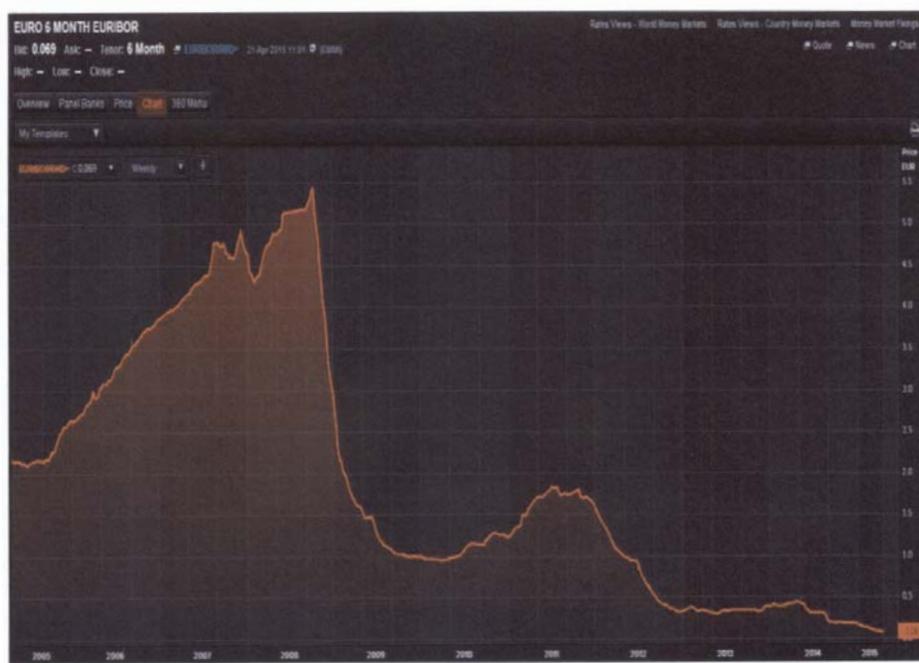
In termini generali dovrebbe essere sempre favorita l’attività di verifica sull’operato dei predecessori e sfavorite successivi incarichi presso le dirette controparti.

**Intervenire è un dovere anche morale non solo per il rispetto di tutti i cittadini onesti contribuenti, ma soprattutto per la generazione che seguirà posto che, come abbiamo visto all’ inizio di questa memoria, è proprio il fattore tempo ad essere facilmente manipolato con un utilizzo improprio dei derivati.**

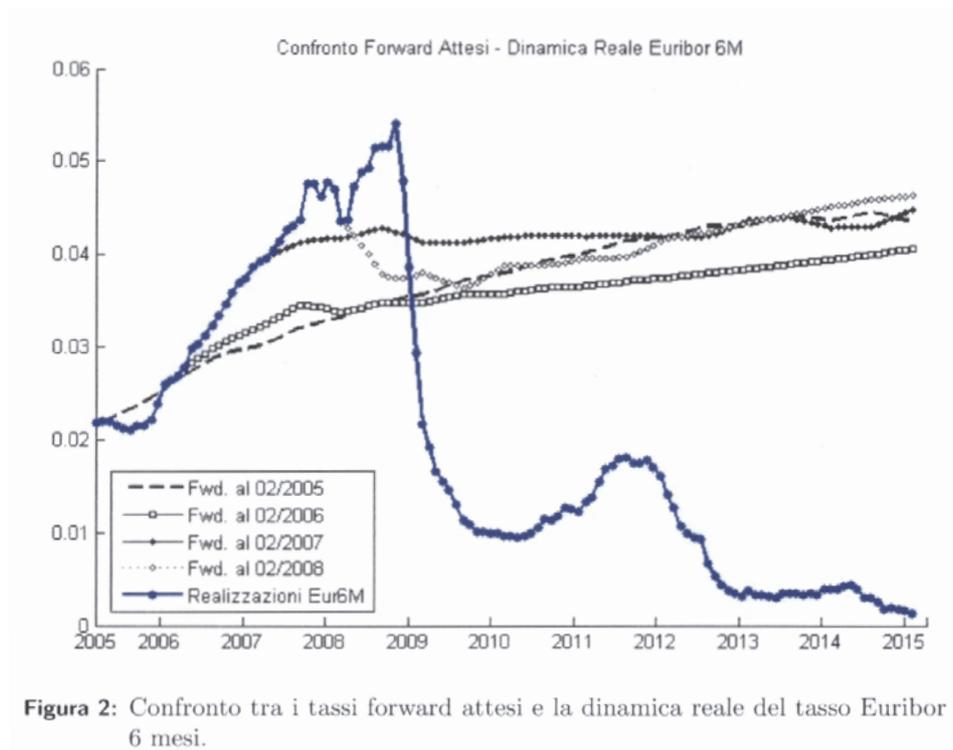
Con osservanza.

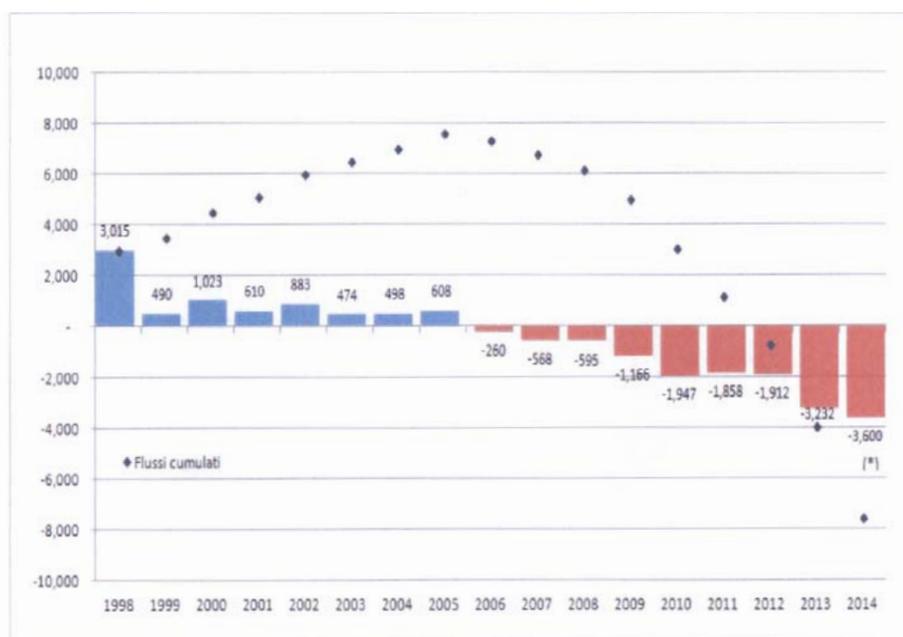
dott. Nicola Benini, prof. avv.to Ugo Patroni Griffi

## A Grafici e Tabelle



**Figura 1:** Andamento del tasso Euribor 6 mesi a partire dal 2005.





lo Stato Italiano secondo il sistema contabile SEC95 per gli anni 2011-2014, pubblicati da Istat e dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio. (\*) Dato successivo all'introduzione di SEC2010, non raffrontabile ai precedenti. Dati in milioni di euro.

Anno	SEC95 A	SEC2010		
		Central B	Local C	General D (B+C)
2011	-1,858	-2,092	-141	-2,233
2012	-1,912	-3,825	-195	-4,020
2013	-3,232	-2,968	114	-2,854
2014	-3,589	-3,314	-275	-3,589
Totale	-10,591	-12,199	-497	-12,696
		Differenza (D-A)		-2,105

**Figura 4:** Pubblicazione Istat ed Eurostat sui flussi imputabili a strumenti finanziari derivati sottoscritti dallo Stato Italiano secondo i sistemi contabili SEC95 e SEC2010 per gli anni 2011-2014 con suddivisione tra amministrazione centrale e locale. Valori in milioni di euro.

XVII LEGISLATURA — VI COMMISSIONE — SEDUTA DEL 29 APRILE 2015

**Table 2A: Provision of the data which explain the transition between the public accounts budget balance and the central government deficit/surplus**

Member State: Italy Data are in ... (millions of units of national currency) Date: 14/04/2015	2011	2012	Year 2013	2014
<b>Working balance in central government accounts</b>	<b>-82,069</b>	<b>-48,957</b>	<b>-79,209</b>	<b>-74,244</b>
<i>Base of the working balance</i>	<i>cash</i>	<i>cash</i>	<i>cash</i>	<i>cash</i>
Financial transactions included in the working balance	8,660	8,699	23,563	19,038
Loans, granted (+)	8,305	1,396	14,212	12,482
Loans, repayments (-)	-2,064	-1,769	-1,962	-1,716
Equities, acquisition (+)	7	8,737	9,768	3,283
Equities, sales (-)	0	-1,794	-636	0
Other financial transactions (+/-)	402	5,130	2,151	4,979
of which: transactions in debt liabilities (+/-)	0	0	0	0
of which: net settlements under swap contracts (+/-)	2,092	3,825	2,968	3,314

**Table 2C: Provision of the data which explain the transition between the working balance and the local government deficit/surplus**

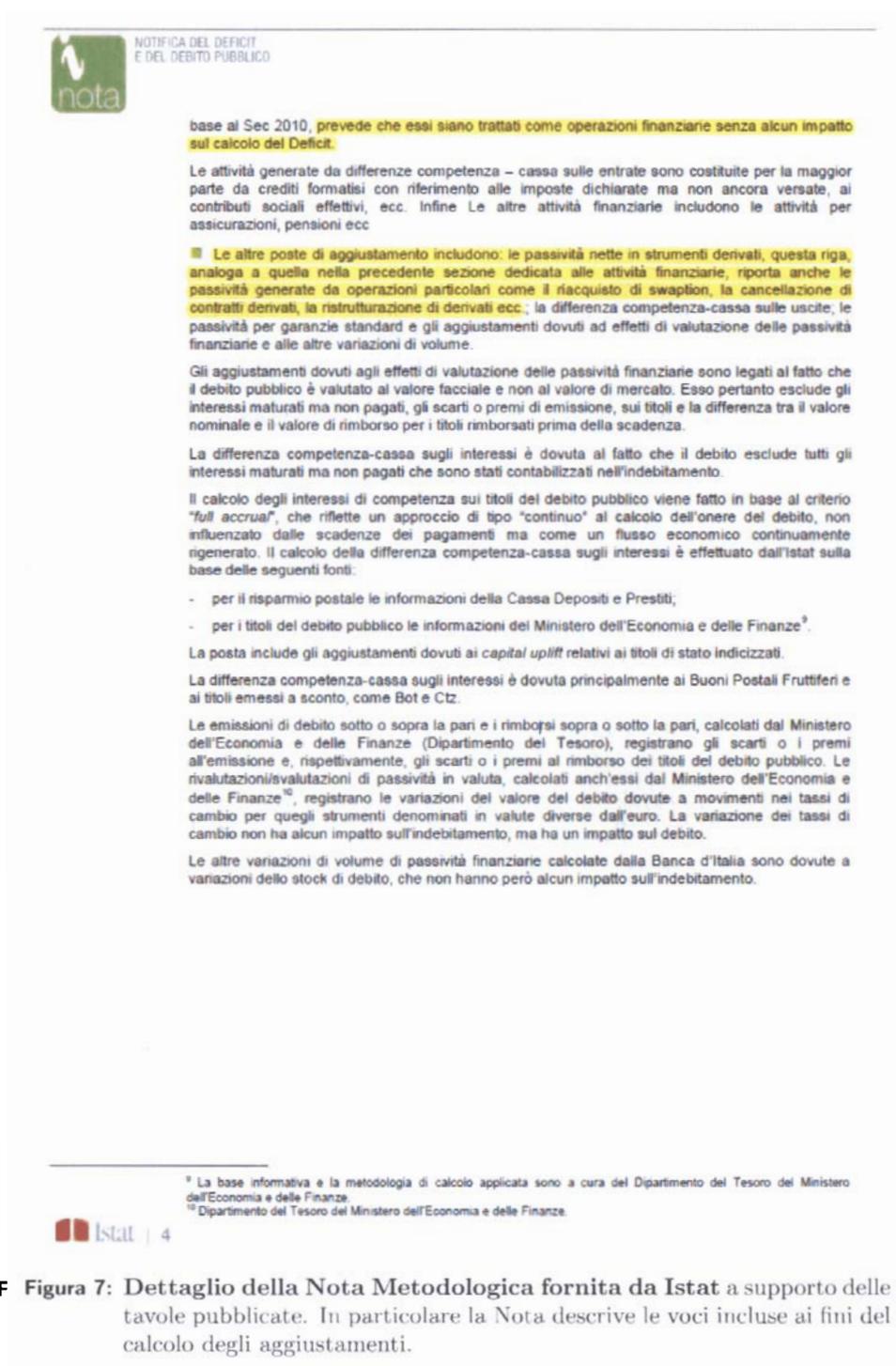
Member State: Italy Data are in ... (millions of units of national currency) Date: 14/04/2015	2011	2012	Year 2013	2014
<b>Working balance in local government accounts</b>	<b>-562</b>	<b>-1,158</b>	<b>6,021</b>	<b>4,381</b>
<i>Base of the working balance</i>	<i>cash</i>	<i>cash</i>	<i>cash</i>	<i>cash</i>
Financial transactions included in the working balance	875	-6,738	-12,172	-10,489
Loans (+/-)	-207	-72	0	114
Equities (+/-)	283	412	829	352
Other financial transactions (+/-)	819	-6,078	-12,810	-10,955
of which: transactions in debt liabilities (+/-)	0	0	0	0
of which: net settlements under swap contracts (+/-)	141	195	-114	275

**Figura 5: Dettaglio delle tabelle 2A e 2C, pubblicate da Eurostat nel documento "Reporting of Government Deficits and Debt Levels" del 14/04/2015. Il riquadro rosso evidenzia i dati relativi agli strumenti finanziari derivati. Valori in milioni di euro.**

Table 3A: Provision of the data which explain the contributions of the deficit/surplus and the other relevant factors to the variation in the debt level (general government)

Member State: Italy Data are in ... (millions of units of national currency) Date: 14/04/2015	Year			
	2011	2012	2013	2014
<b>Net lending (-)/ net borrowing (+) (B.9) of general government (S.13)*</b>	<b>57,154</b>	<b>48,310</b>	<b>47,435</b>	<b>49,056</b>
<b>Net acquisition (+) of financial assets <sup>(2)</sup></b>	<b>-8,030</b>	<b>33,820</b>	<b>21,042</b>	<b>18,602</b>
Currency and deposits (F.2)	-19,136	1,538	504	9,358
Debt securities (F.3)	2,874	2,875	575	1,538
Loans (F.4)	7,750	24,569	7,459	2,251
Increase (+)	11,873	27,747	12,105	4,062
Reduction (-)	-4,123	-3,178	-4,646	-1,811
Short term loans (F.41), net	0	0	0	0
Long-term loans (F.42)	7,750	24,569	7,459	2,251
Increase (+)	11,873	27,747	12,105	4,062
Reduction (-)	-4,123	-3,178	-4,646	-1,811
Equity and investment fund shares/units (F.5)	-1,476	-1,708	8,241	156
Portfolio investments, net <sup>(2)</sup>	0	0	0	0
Equity and investment fund shares/units other than portfolio investments	-1,476	-1,708	8,241	156
Increase (+)	534	6,468	10,417	3,843
Reduction (-)	-2,010	-8,176	-2,176	-3,687
Financial derivatives (F.71)	2,193	3,870	2,714	3,529
Other accounts receivable (F.8)	1,733	2,995	1,584	1,850
Other financial assets (F.1, F.6)	32	-124	-35	20
<b>Adjustments <sup>(3)</sup></b>	<b>5,737</b>	<b>2,205</b>	<b>10,584</b>	<b>108</b>
<b>Net incurrence (-) of liabilities in financial derivatives (F.71)</b>	<b>221</b>	<b>1,899</b>	<b>800</b>	<b>1,829</b>

Figura 6: Dettaglio della tabella 3A, pubblicata da Eurostat nel documento "Reporting of Government Deficits and Debt Levels" del 14/04/2015. Il riquadro rosso evidenzia i dati relativi agli strumenti finanziari derivati e ai relativi aggiustamenti. Valori in milioni di euro.



Anno	Tabelle 2A + 2C	Tabella 3A		
	General Government	Financial Derivatives (F.71)	Adjustment (F.71)	Totale
	A	B(*)	C	D (B+C)
2011	-2,233	-2,193	-221	-2,414
2012	-4,020	-3,876	-1,689	-5,565
2013	-2,854	-2,714	-800	-3,514
2014	-3,589	-3,629	-1,829	-5,458
<b>Totale</b>	<b>-12,696</b>	<b>-12,412</b>	<b>-4,539</b>	<b>-16,951</b>
			<b>Differenza (D-A)</b>	<b>-4,255</b>

**Figura 8:** Flussi imputabili a strumenti finanziari derivati sottoscritti dallo Stato Italiano secondo il sistema contabile SEC2010 per gli anni 2011-2014, pubblicati da Eurostat in Tabella 2A, 2C e 3A (voce F.71) del documento “Reporting of Government Deficits and Debt Levels” del 14/04/2015. (\*) La differenza tra le colonne A e B sono imputabili a ragioni statistiche. L’inclusione degli aggiustamenti porta a maggiore fabbisogno per circa 4.2 miliardi di euro. Valori in milioni di euro.



**Figura 9:** Confronto tra i flussi imputabili a strumenti finanziari derivati sottoscritti dallo Stato Italiano secondo il sistema contabile SEC95 e SEC2010 per gli anni 2011-2014. I dati SEC2010 sono pubblicati da Eurostat in Tabella 2A e 2C del documento “Reporting of Government Deficits and Debt Levels” del 14/04/2015. Si riportano per confronto anche i dati SEC2010 riportati in tabella 3A (voce F.71) comprensivi di aggiustamento. Dati in milioni di euro.

2004	
Tipologia	IRS n.1
Fair Value IRS n.1	0
Nozionale	100,000,000
Tasso A	5.12%
Tasso Banca	Eur6
Frequenza	semestrale
Scadenza	2028

2009	
<b>IPOTESI RISTRUTTRAZIONE IRS N.1:</b>	
Fair Value	-15,500,000

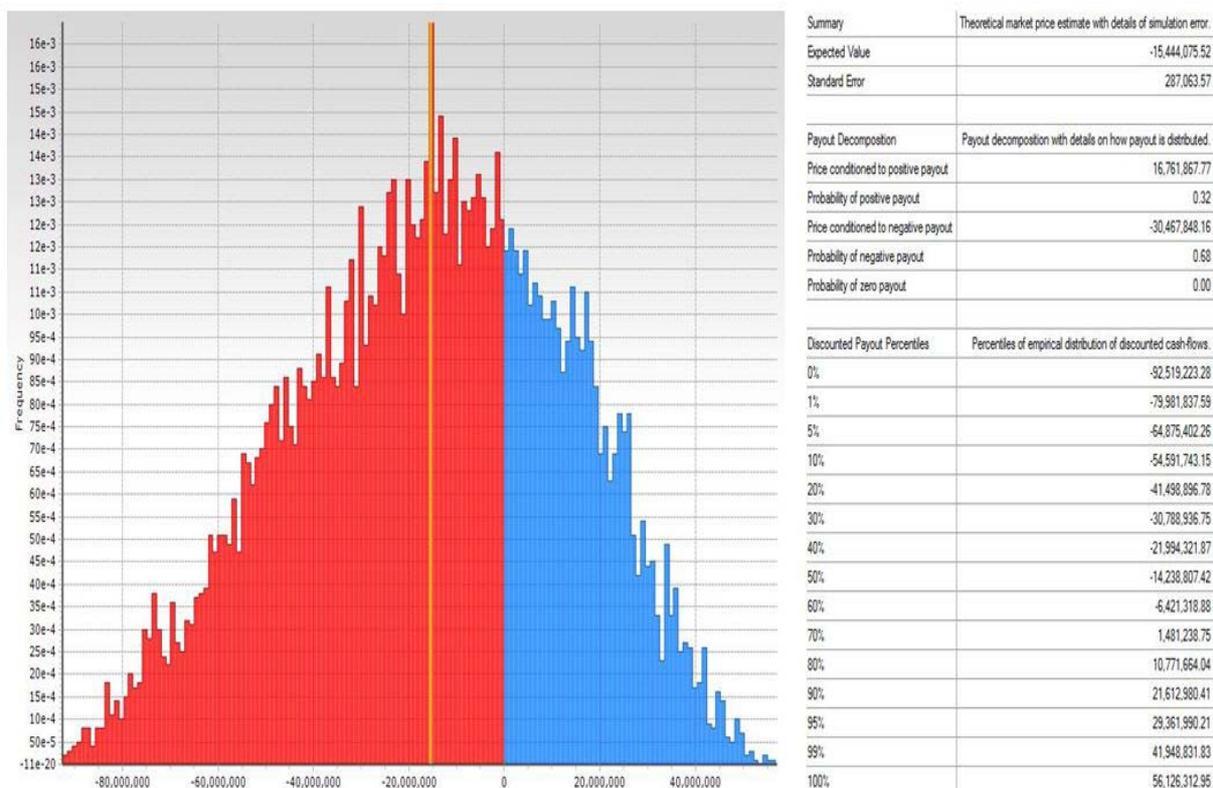
  

2009	
Tipologia	IRS n.2
Fair Value IRS n.2	-8,600,000
Nozionale	100,000,000
Tasso A	4.62%
Tasso Banca	Eur6
Frequenza	semestrale
Scadenza	2028

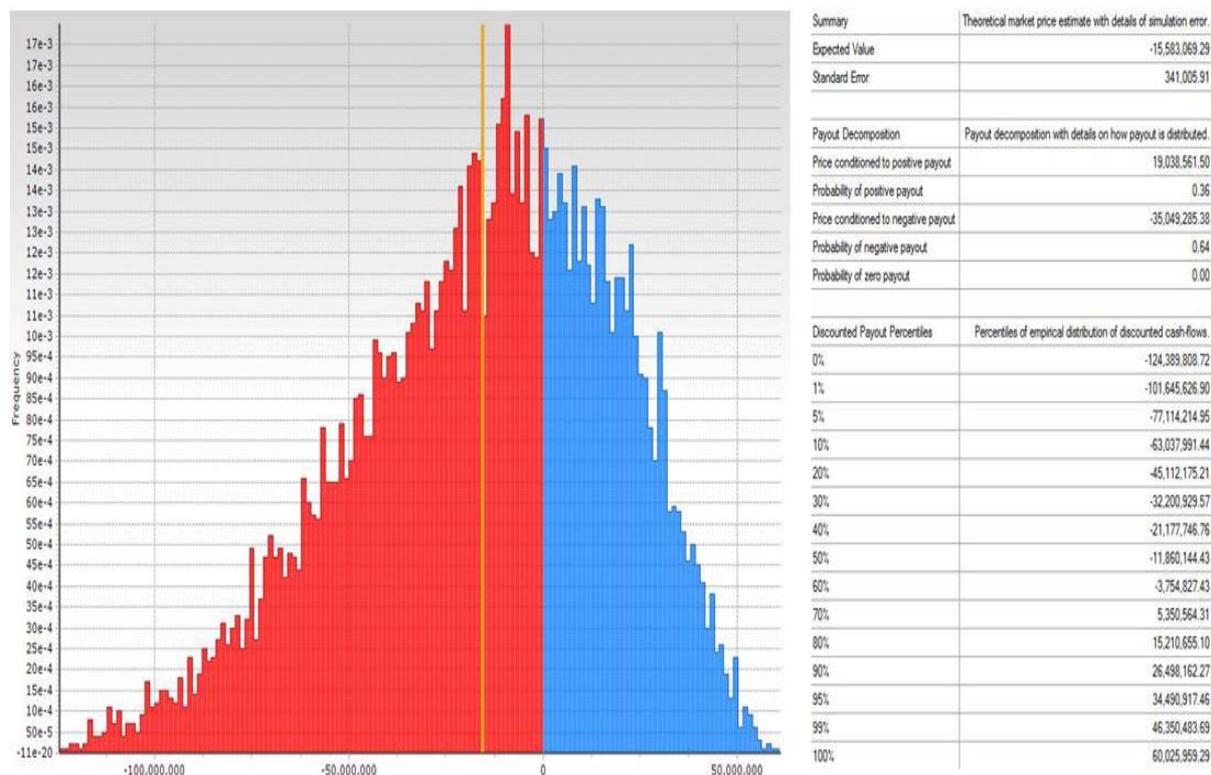
  

2009	
Tipologia	Swaption
Fair Value Swaption	-6,900,000
Swaption	
Scadenza	2012
Posizione A	venditore
<b>IRS Sottostante</b>	
Nozionale	100,000,000
Tasso A	4.62%
Tasso Banca	Eur6
Frequenza	semestrale
Scadenza	2028

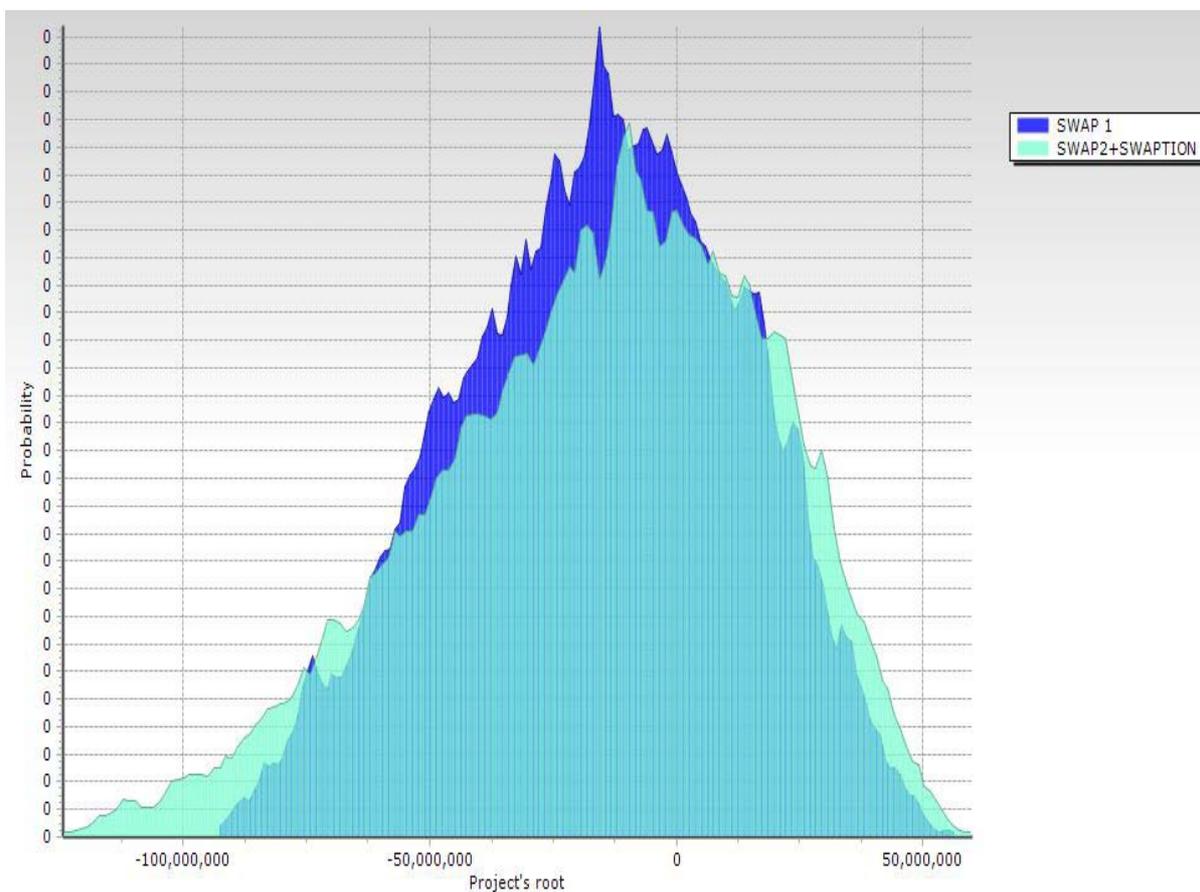
**Figura 10: Ipotesi di ristrutturazione di operazione IRS mediante la stipula di IRS e vendita di Swaption.** Il valore negativo dell'IRS n.1 è ristrutturato mediante la stipula di un IRS n.2. avente un minore tasso contrattuale, e la contestuale vendita di una Swaption. La Swaption dà il diritto alla controparte acquirente di raddoppiare il nozionale dell'operazione. Prudenzialmente, l'esempio proposto non prevede costi impliciti.



**Figura 11: Distribuzione del valore MTM dell'operazione IRS1 alla data di ristrutturazione.** La curva raffigura la distribuzione di probabilità (asse Y) dei possibili risultati del contratto (asse X). La regione in blu evidenzia risultati superiori a 0, mentre quella rossa risultati negativi. Il mark to market (rappresentato dalla linea gialla) è la media dei possibili risultati ponderata per le relative probabilità. Le probabilità sono state stimate sotto la misura neutrale al rischio. La scala di valori alle ascisse ed alle ordinate è ottimizzata sul contratto oggetto di analisi e non è pertanto confrontabile con altre distribuzioni riportate nella presente relazione.



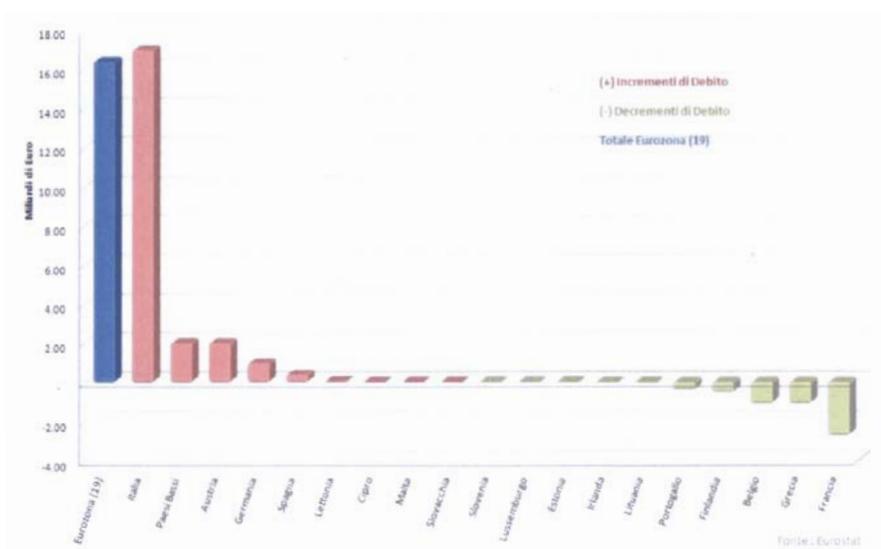
**Figura 12: Distribuzione del valore MTM della nuova operazione (IRS n.2 e vendita di swaption) alla data di stipula.** La curva raffigura la distribuzione di probabilità (asse Y) dei possibili risultati del contratto (asse X). La regione in blu evidenzia risultati superiori a 0, mentre quella rossa risultati negativi. Il mark to market (rappresentato dalla linea gialla) è la media dei possibili risultati ponderata per le relative probabilità. Le probabilità sono state stimate sotto la misura neutrale al rischio. La scala di valori alle ascisse ed alle ordinate è ottimizzata sul contratto oggetto di analisi e non è pertanto confrontabile con altre distribuzioni riportate nella presente relazione.



**Figura 13:** Confronto tra la distribuzione del valore *mark to market* dell'operazione ristrutturata (IRS n.1, area blu) e quella della nuova operazione, composta da posizione in Interest Rate Swap (IRS n.2) e dalla vendita di una Swaption (area azzurra). Il grafico evidenzia come a fronte di un miglioramento della coda destra della distribuzione, dovuta al minor tasso fisso, vi sia un aumento della perdita potenziale (coda sinistra) dovuta alla leva del nozionale. Si ricorda che prudenzialmente l'esempio proposto **non prevede costi impliciti**. La considerazione del costo implicito comporterebbe uno spostamento a sinistra della distribuzione della nuova operazione.

<b>Paesi</b>	<b>Impatto derivati (2011 - 14)</b> <b>(dati in mld Euro)</b>
<b>Eurozona (UE 19)</b>	<b>16.353.90</b>
Italia	16.951.40
Paesi Bassi	1.984.00
Austria	1.979.60
Germania	953.10
Spagna	379.00
Lettonia	49.30
Cipro	-
Malta	-
Slovacchia	-
Slovenia	- 0.50
Lussemburgo	- 1.00
Estonia	- 5.10
Irlanda	- 50.20
Lituania	- 81.60
Portogallo	- 405.20
Finlandia	- 525.00
Belgio	- 1.079.00
Grecia	- 1.083.00
Francia	- 2.712.00

**Figura 14: Impatto dei Derivati sul Debito Pubblico Europeo tra il 2011 e il 2014.** I valori sono ottenuti come somma delle voci F.71 del documento “Reporting of Government Deficits and Debt Levels” pubblicato da Eurostat. Valori da rettificare in attesa di alcuni dati consuntivi del 2014 non ancora pubblicati (es. Germania). Fonte dati: Eurostat.



**Figura 15: Impatto dei Derivati sul Debito Pubblico Europeo tra il 2011 e il 2014.** I valori sono ottenuti come somma delle voci F.71 del documento “Reporting of Government Deficits and Debt Levels” pubblicato da Eurostat. Valori da rettificare in attesa di alcuni dati consuntivi del 2014 non ancora pubblicati (es. Germania). Fonte dati: Eurostat.

Country	National outstanding (EUR billions) December 31, 1999	% national over public debt	Notes
Austria	18.6	15.4	
Belgium	22.95	9.4	
Canada	10.6	3.8	March 1999
Denmark	16.22	21.54	
Finland	8.66	12.75	
France	0	0	
Germany	0.11	0.23	
Netherlands	0	0	
Ireland	11.92	29.9	
Italy	10	0.91	
Portugal	7.04	11.25	
Spain	3.65	1.02	
Sweden	75.12	50.72	June 2000
United Kingdom	3.5	0.54	March 2000

Table 1.2 - Derivatives by governments - National outstanding

Figura 16: Nozionale dei derivati espresso come percentuale del debito pubblico al 31/12/1999. Fonte: *Derivatives an Public Debt Management*, 2001, International Securities and Market Association, G.Piga (pag.25).

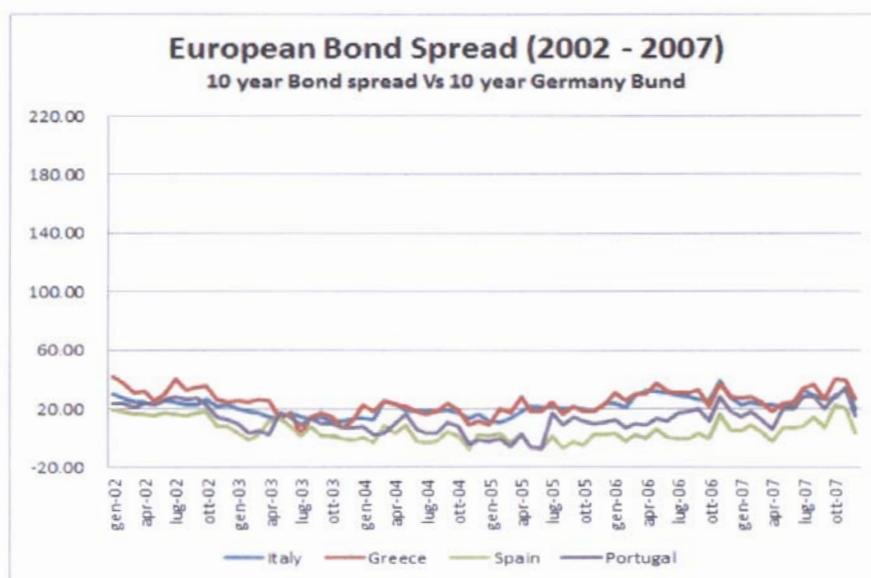


Figura 17: Credit Spread dei titoli di stato decennali di alcuni paesi europei rispetto al Bund tedesco nel periodo 2002 e 2007 (in basis points). Fonte dati: Thomson Reuters.

XVII LEGISLATURA - VI COMMISSIONE - SEDUTA DEL 29 APRILE 2015

**Tab. 3** - Valore di mercato delle operazioni in derivati delle Amministrazioni pubbliche nei paesi della UE  
(milioni di euro)

Paese	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Belgio	0	0	0	0	0	0	0	0
Bulgaria	-213	-122	-98	-50	-49	-63	-104	-98
Danimarca	512	72	-135	407	1.060	1.622	1.455	738
Germania	2.313	1.727	1.594	2.445	-16.267	-17.206	-18.202	-16.836
Estonia	nd	nd	1	-2	-2	-2	-2	-1
Irlanda	-40	339	188	394	568	-1.280	-1.829	135
Grecia	-2.387	-3.479	-2.736	-980	-1.311	-2.134	-3.536	-3.897
Spagna	0	0	0	0	0	0	0	0
Francia	-798	-1.894	-1.288	-812	1.061	3.292	951	629
Croazia	0	0	0	0	0	0	0	0
Italia	-22.782	-18.105	-26.806	-21.407	-18.761	-27.602	-34.330	-28.996
Cipro	0	0	0	0	0	0	0	0
Lettonia	2	2	4	-4	16	-49	-51	-70
Lituania	0	0	15	43	78	86	111	49
Lussemburgo	nd	nd	1	3	7	10	5	5
Ungheria	-388	-619	-395	-341	436	1.619	943	-306
Malta	nd	nd	nd	51	-31	-14	0	0
Paesi Bassi	315	-973	1.651	-225	1.830	9.232	12.849	9.683
Austria	-933	-288	-2.964	-2.109	-1.186	-581	-637	-524
Polonia	21	15	7	8	1.067	985	979	974
Portogallo	-59	-33	-71	-65	74	-504	-803	-1.044
Romania	-473	-288	-600	-538	-279	-16	0	0
Slovenia	4	10	7	5	5	4	-5	-3
Slovacchia	7	8	8	0	0	0	0	0
Finlandia	679	1.419	981	520	1.134	3.188	3.872	2.005
Svezia	3.999	600	-1.514	2.825	4.843	4.964	7.897	4.867

Fonte: Eurostat database, *Financial balance sheets*.**Figura 18:** Fonte: UPB focus n.3 del febbraio 2015.**Tab. 4** - Valore di mercato delle operazioni in derivati delle Amministrazioni pubbliche nei paesi della UE  
(in percentuale del PIL)

Paese	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Belgio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bulgaria	-0,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2
Danimarca	0,2	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,7	0,6	0,3
Germania	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6
Estonia	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Irlanda	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	-0,7	-1,1	0,0
Grecia	-1,1	-1,5	-1,1	-0,4	-0,6	-1,0	-1,8	-2,1
Spagna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Francia	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0
Croazia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Italia	-1,5	-1,1	-1,6	-1,4	-1,2	-1,7	-2,1	-1,8
Cipro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lettonia	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Lituania	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1
Lussemburgo	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	-0,5	-0,6	-0,4	-0,3	0,4	1,7	1,0	-0,3
Malta	nd	nd	nd	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,0
Paesi Bassi	0,1	0,2	0,3	0,0	0,3	1,4	2,0	1,5
Austria	-0,4	-0,1	-1,0	0,7	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1
Polonia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,2
Portogallo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,5	-0,6
Romania	-0,5	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Slovenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Slovacchia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finlandia	0,4	0,7	0,5	0,3	0,6	1,6	2,0	1,0
Svezia	1,2	0,2	-0,5	0,9	1,3	1,2	1,8	1,1

Fonte: Eurostat database, *Financial balance sheets*.**Figura 19:** Fonte: UPB focus n.3 del febbraio 2015.

## PORTAFOGLIO STRUMENTI DERIVATI AL

31/12/2014

## Note:

Il valore di mercato (MTM) non include le elaborazioni statistiche operate dalla Banca d'Italia al fine della pubblicazione dei conti finanziari.

## Strumenti derivati su debito - dati in €mln

Strumento	Nozionale	in %	MTM	in %
CCS (Cross Currency Swap)	21.329	13,37%	1.093	-2,60%
IRS (Interest Rate Swap) di copertura	12.309	7,71%	643	-1,53%
IRS (Interest Rate Swap) di duration	102.948	64,51%	-33.087	78,66%
IRS ex-ISPA	3.500	2,19%	-1.524	3,62%
Swaption	19.500	12,22%	-9.188	21,84%
<b>Totale derivati su debito</b>	<b>159.586</b>	<b>100,00%</b>	<b>-42.064</b>	<b>100,00%</b>
<i>Titoli di Stato in circolazione</i>	<i>1.782.233</i>			
<i>Derivati su debito/Titoli di Stato</i>	<i>8,95%</i>			

## Strumenti derivati su attivi (legge finanziaria per il 2005)

Strumento	Nozionale	MTM
IRS (Interest Rate Swap)	3.454	-586

## Portafoglio strumenti derivati complessivo

Strumento	Nozionale	in %	MTM	in %
Derivati su debito	159.586	97,88%	-42.064	98,63%
Derivati su attivi	3.454	2,12%	-586	1,37%
<b>Totale strumenti derivati</b>	<b>163.040</b>	<b>100,00%</b>	<b>-42.649</b>	<b>100,00%</b>

## Contratti con clausole di estinzione anticipata con scadenza tra il 2015 e il 2038 - dati in €mln

Strumento	Nozionale	in %	MTM	in %
IRS e Swaption	16.200	9,94%	-9.338	21,90%

## Di cui:

Strumento	Nozionale	in %	MTM	in %
2015	200	0,12%	18	-0,04%
2016	2.000	1,23%	-855	2,00%
2017	0	0,00%	0	0,00%
2018	2.500	1,53%	-1.772	4,15%
2019-2022	0	0,00%	0	0,00%

Tutto il resto dal 2023 al 2038

**Figura 20: Portafoglio degli strumenti derivati in essere per Repubblica Italiana al 31/12/2014.**

**Risk Transparency Movement**  
(sostenitori degli approcci probabilistici per la trasparenza dei rischi finanziari)

Dr. Alberto Aghemo – Fondazione Giacomo Matteotti – info@fondazionematteottiroma.org  
 Dr. Giuseppe Amari – Fondazione Giuseppe Di Vittorio – g.amari@fdv.cgii.it  
 Prof. Flavio Angelini – University of Perugia – flavio.angelini@unipg.it  
 Prof. Antonio Annibali – Dip. Memotecef – Univ Sapienza Roma – antonio.annibali@uniroma1.it  
 Prof. Amedeo Argenterio – University of Perugia – amedeo.argenterio@gmail.com  
 Prof. Michele Bagella – Tor Vergata University, Rome – bagella@economia.uniroma2.it  
 Prof. Emilio Barone – LUISS, Rome – ebarone@luiss.it  
 Prof. Diana Barro – Ca' Foscari University Venice – d.barro@unive.it  
 Prof. Christopher Baum – Boston College – baum@bc.edu  
 Prof. Antonella Basso – Ca' Foscari University of Venice – basso@unive.it  
 Prof. Francesca Beccacece – Bocconi University, Milan – francesca.beccacece@unibocconi.it  
 Dr. Nicola Benini – ASSOFINANCE – nicolabenini@ifaconsulting.eu  
 Prof. Fred Espen Benth – University of Oslo – fredb@math.uio.no  
 Dr. Daniele Bernardi – DIAMAN SCF – daniele@diaman.it  
 Dr. Franco Berti – B&B consulting – f.berio@bbconsulting.org  
 Prof. Maria Bertonchi – University of Bergamo – maria.bertonchi@unibg.it  
 Prof. Marco Bigelli – University of Bologna – marco.bigelli@unibo.it  
 Ing. Giuseppe Bivona – Independent – g\_bivona@yahoo.it  
 Prof. Francesco Bochicchio – Studio Legale Bochicchio – studiobochicchio@legalebochicchio.it  
 Dr. Salvatore Bragantini – Independent – sbragantini@gmail.com  
 Prof. Dr. Thilo Meyer-Brandis – University of Munich – t.meyer-brandis@wz.ub.de  
 Dr. Sandro Brunelli – University of Rome Tor Vergata – brunellisandro82@gmail.com  
 Dr. Susanna Camusso – CGIL – segreteria.camusso@cgil.it  
 Prof. Massimiliano Caporin – University of Padova – massimiliano.caporin@unipd.it  
 Dr. Antonio Castagna – Iason – antonio.castagna@iasonita.com  
 Prof. Rosella Castellano – University of Macerata – castellano@unimc.it  
 Prof. Filippo Cavazzuti – University of Bologna – filippo.cavazzuti@unibo.it  
 Prof. Stefano Cenni – University of Bologna – stefano.cenni@unibo.it  
 Avv. Massimo Cerniglia – Studio Legale Cerniglia – segreteria@studiolegalecerniglia.it  
 Prof. Roy Cerqueti – University of Macerata – roy.cerqueti@unimc.it  
 Prof. Umberto Cherubini – University of Bologna – umberto.cherubini@unibo.it  
 Prof. Alain Chevalier – ESCP Europe – chevalierescp@gmail.com  
 Prof. Giuseppe Ciccarone – Sapienza University of Rome – giuseppe.ciccarone@uniroma1.it  
 Prof. Andrea Consiglio – University of Palermo – andrea.consiglio@unipa.it  
 Prof. Giorgio Consigli – University of Bergamo – giorgio.consigli@unibg.it  
 Prof. Cesare Conti – Bocconi University, Milan – cesare.conti@unibocconi.it  
 Prof. Francesco Conelli – Bocconi University, Milan – francesco.conelli@unibocconi.it  
 Prof. Jakša Cvitanić – Caltech – cvitanic@hss.caltech.edu  
 Prof. Carlo D'Adda – University of Bologna – carlo.dadda@unibo.it  
 Avv. Roberto D'Atri – Ordine degli Avvocati di Roma – robertodatri@gmail.com  
 Prof. Rita Laura D'Ecclesia – Sapienza University, Rome – ritadec22@gmail.com  
 Prof. Giuseppe De Arcangelis – Sapienza University of Rome – giuseppe.dearcangelis@uniroma1.it  
 Prof. Giorgio Di Giorgio – LUISS University – gdi@luiss.it  
 Prof. Elnira Di Nardo – Università Basilicata, Potenza – elnira.dinardo@unibas.it  
 Prof. Carlo Ambrogio Favero – Bocconi University, Milan – carlo.favero@unibocconi.it  
 Prof. Gino Favero – University of Parma – gino.favero@unipr.it  
 Prof. Riccardo Ferretti – Università di Modena e Reggio Emilia – riccardo.ferretti@unimore.it  
 Dr. Antonio Foglia – Independent – AFoglia@belgrave.com  
 Prof. Paolo Foschi – University of Bologna – paolo.foschi2@unibo.it  
 Prof. Maurizio Franzini – Sapienza University, Rome – maurizio.franzini@uniroma1.it  
 Prof. Marco Frittelli – Università degli Studi di Milano – marco.frittelli@unimi.it  
 Prof. Gianluca Fusai – Università del Piemonte Orientale – Fusai@eco.unipmn.it  
 Avv. Federico Gambini – avv.federicogambini@gmail.com  
 Prof. Gino Gandolfi – University of Parma – gino.gandolfi@unipr.it  
 Prof. Donald Geman – Johns Hopkins University – geman@jhu.edu  
 Prof. Heylette Geman – Birbeck University of London – h.geman@bbk.ac.uk  
 Prof. Emilio Girino – CUCOA Finance Department – girino@ghdini-associati.it  
 Prof. Martino Grasselli – Dipartimento di Matematica (University of Padova) and Finance Lab (Poie Universitaire Leonard De Vinci, Paris La Defense) – grasselli@math.unipd.it  
 Prof. Giancarlo Giudici – Politecnico di Milano – giancarlo.giudici@polimi.it  
 Prof. Luigi Guiso – Einaudi Institute for Economics and Finance – guiso@tin.it  
 Prof. Riccardo Gusso – Ca' Foscari University of Venice – rgusso@unive.it  
 Prof. Marco Isopi – Sapienza University, Rome – isopi@mat.uniroma1.it  
 Avv. Raffaele Izzo – Studio Legale Valiano-Izzo – r.izzo@valianoizzo.it  
 Prof. Stephany Griffith Jones – Columbia University, NY – s.griffith-jones@ids.ac.uk  
 Prof. Markku Kallio – Aalto University School of Business – markku.kallio@aalto.fi  
 Prof. Vincent Kaminski – Rice University – vincent.kaminski@rice.edu  
 Prof. Burak Kazaz – Wharton School of Management, Syracuse University – bkazaz@tyr.edu  
 Prof. Ruediger Kiesel – University Duisburg-Essen – ruediger.kiesel@uni-due.de  
 Dr. Miloš Kopa – Charles University Prague – kopa@karlin.mff.cuni.cz  
 Mr. Maurizio Landini – FIOM CGIL – segreteria.generale@fiom.cgil.it  
 Sen. Elio Lannutti – ADUSBEF – eliolannutti@adusbef.it  
 Avv. Paola Leocani – White&Case – Leocani.paola@gmail.com  
 Prof. Daniele Maffei – University of Brescia – daniele.maffei@unibs.it  
 Dr. Marco Malgarini – ANVUR – Italy – malgarimarc@gmail.com  
 Prof. Tassos Malliaris – Loyola University Chicago – tmallia@luc.edu  
 Prof. Raimondo Manca – Sapienza University of Rome – raimondo.manca@uniroma1.it  
 Prof. Maddalena Manzi – Ca' Foscari University of Venice – manzi.maddalena@gmail.com  
 Dr. Andrea Mariani – Pegaso Pension Fund – amariani@fonopegaso.it  
 Prof. Marco Marini – Sapienza University of Rome – marini@dis.uniroma1.it  
 Prof. Massimiliano Marzo – University of Bologna – massimiliano.marzo@unibo.it  
 Prof. Rainer Masera – University "Giuseppe Marconi", Rome – r.masera@unimarconi.it  
 Dr. Agostino Megale – FISAC-CGIL – amegale@fisac.it  
 Prof. Fabio Mercurio – New York University – fabiomerc@gmail.com  
 Dr. Federico Merola – Arpinge SPA – federicomerola@yahoo.it  
 Prof. Marcello Messori – LUISS, Rome – messori@luiss.it  
 Prof. Marco Minozzo – University of Verona – marco.minozzo@univr.it  
 Prof. Franco Molinari – Università di Trento – franco.molinari@univr.it  
 Prof. John M. Muvey – Princeton University – muvey@princeton.edu

**Figura 21: Risk Transparency Movement:** sostenitori degli approcci probabilistici per la trasparenza dei rischi finanziari.

Prof. Marco Nicolosi – University of Perugia – marco.nicolosi@unipg.it  
 Prof. Salvatore Nistico – Sapienza University, Rome – salvatore.nistico@uniroma1.it  
 Prof. Marco Onado – Bocconi University, Milan – marco.onado@unibocconi.it  
 Prof. Sergio Ortobelli – University of Bergamo – sergio.ortobelli@unibg.it  
 Prof. Carmelo Pierpaolo Parelo – Sapienza University, Rome – Carmelo.Parelo@uniroma1.it  
 Prof. Lucia Visconti Parisio – University of Milan Bicocca – Lucia.parisio@unimib.it  
 Prof. Ugo Patroni Griffi – University of Bari – ugo@patronigriffi.com  
 Prof. Cristian Pelizzari – University of Brescia – cristian.pelizzari@unibs.it  
 Prof. Paolo Pellizzari – Ca' Foscari University of Venice – paolop@unive.it  
 Prof. Alessandro Penati – Università Cattolica di Milano – alessandro.penati@mac.com  
 Dr. Michele Pezzinga – Independent – mpezzinga@virgilio.it  
 Prof. Georg Pflug – University of Vienna – georg.pflug@univie.ac.at  
 Prof. Gustavo Piga – Tor Vergata University, Rome – gustavo.piga@uniroma2.it  
 Prof. Roberto Poli – Studio Poli e Associati – Roberto.Poli@poli-associati.net  
 Prof. Thierry Post – Koc University Graduate School of Business – thierry.post@hotmail.com  
 Prof. Andrea Pradi – University of Trento – andrea.pradi@unitn.it  
 Prof. Svetozar Rachev – College of Business, Stony Brook University – svetozar.rachev@stonybrook.edu  
 Prof. Marina Resta – University of Genoa – resta@economia.unige.it  
 Dr. Nicoletta Rocchi – Osservatorio Finanza CGIL – n.rocchi@cgil.it  
 Prof. Andrea Roncoroni – ESSEC Business School (Paris – Singapore) – roncoroni@essec.edu  
 Dr. Emilio Roncoroni – Studio Associato Politema – politema@iol.it  
 Prof. Ehud I. Ronn – The University of Texas at Austin – eronn@mail.utexas.edu  
 Prof. Francesco Rossi – University of Verona – francesco.rossi@univr.it  
 Avv. Marco Rossi – Studio tributario e legale associato Rossi & Partners – marco.rossi@studiorp.it  
 Prof. Giulia Rotundo – Sapienza University, Rome – giulia.rotundo@uniroma1.it  
 Prof. Carlo Rovelli – Aix-Marseille University – roveli@cpt.univ-mrs.fr  
 Prof. Wolfgang Runggaldier – University of Padova – runggald@math.unipd.it  
 Prof. Antonio Saitta – University of Messina – ansaitta@unime.it  
 Prof. Claudio Sardonì – Sapienza University of Rome – claudio.sardonì@uniroma1.it  
 Prof. Filippo Sartori – University of Trento – filippo.sartori@unitn.it  
 Prof. Pasquale Scaramozzino – SOAS, University of London – ps6@soas.ac.uk  
 Dr. Alfonso Scarano – ASSOTAG – scaralsona@gmail.com  
 Prof. Sergio Scariatti – Tor Vergata University Rome – sergio.scariatti@uniroma2.it  
 Dr. Paolo Sironi – IBM Risk Analytics – thepsironi@yahoo.it  
 Prof. Mikhail Smirnov – Columbia University, NY – smirnov@math.columbia.edu  
 Prof. Dr. Gerhard Speckbacher – Vienna University of Economics and Business – unternehmens.fuehrung@wu.ac.at  
 Prof. Jaap Spronk – RSM Erasmus University, Rotterdam – jspronk@rsm.nl  
 Prof. Silvana Stefani – University of Milano Bicocca – silvana.stefani@unimib.it  
 Prof. Giorgio Szego – Sapienza University of Rome – gsz.jbf@fastwebnet.it  
 Prof. Paola Musile Tanzi – University of Perugia – paola.musiletanzi@unipg.it  
 Prof. Roberto Tasca – University of Bologna – roberto.tasca@unibo.it  
 Prof. Pietro Tema – University of Torino, Italy – pietero.tema@unito.it  
 Prof. Lusa Tibiletti – University of Torino – lusa.tibiletti@unito.it  
 Prof. Tomáš Tichý – VŠB-TU Ostrava – tomas.tichy@vsb.cz  
 Prof. Marco Tolotti – Ca' Foscari University of Venice – tolotti@unive.it  
 Prof. Giuseppe Torluccio – University of Bologna – giuseppe.torluccio@unibo.it  
 Prof. Anna Torriero – Catholic University of Milan – anna.torriero@unicatt.it  
 Rosario Trefletti – FEDERCONSUMATORI – rosario.trefletti@federconsumatori.it  
 Prof. Tiziano Vargiolu – University of Padova – vargiolu@math.unipd.it  
 Prof. Emeritus Oldřich Alfons Vašíček – oldrich.vasecek@gmail.com  
 Prof. On. Elio Veltri – Democrazia e Legalità – elio.veltri2004@libero.it  
 Dr. Antonio Viotto – FINERZIA SRL MILANO ITALY – aviotto@finerzia.it  
 Prof. Vincenzo Visco – NENS – vincenzo.visco@nens.it  
 Prof. Gerhard-Wilhelm Weber – IAM, METU – gwweber@metu.edu.tr  
 Prof. Rafał Weron – Wrocław University of Technology – rafal.weron@pwr.edu.pl  
 Prof. Zvi Wiener – The Hebrew University of Jerusalem – ms.wiener@mscc.huji.ac.il  
 Avv. Luca Zamagni – Axis Legal Network – zamagni@axis.it  
 Prof. Stefano Zamagni – University of Bologna – stefano.zamagni@unibo.it  
 Prof. Vera Negri Zamagni – University of Bologna – vera.negri@unibo.it  
 Prof. Luca Zamparelli – Sapienza University, Rome – luca.zamparelli@uniroma1.it  
 Prof. Stavros A. Zenos – University of Cyprus – zenos.stavros@ucy.ac.cy  
 Prof. Giovanni Zambruno – Università di Milano Bicocca – giovanni.zambruno@unimib.it  
 Dr. Paola Zerilli – University of York – paola.zerilli@york.ac.uk  
 Prof. Emeritus William Ziemba – London School of Economics – wziem@mac.com  
 Prof. Constantin Zopounidis – Technical University of Crete – kostas@opem.tuc.gr

**Figura 22: Risk Transparency Movement:** sostenitori degli approcci probabilistici per la trasparenza dei rischi finanziari. Segue da Figura precedente.

## **B Esperienze degli autori in ambito di strumenti finanziari derivati**

**Ugo Patroni Griffi** è professore Ordinario di diritto commerciale nell'Università di Bari.

Avvocato abilitato al patrocinio presso le magistrature superiori.  
Titolare degli insegnamenti di: Diritto Industriale, Diritto Commerciale, Diritto dei Mercati Internazionali e Diritto della Navigazione presso l'Università di Bari; European Business Law e Diritto dei Principi Contabili e Bilancio presso la LUISS Guido Carli, Dipartimento di Giurisprudenza.  
Presidente della LOCAL ENTERPRISES TASK FORCE del CEEP (European Centre of Employers and Enterprises providing Public services). Presidente della Fiera del Levante di Bari e di Amgas SpA.  
Iscritto all'Albo degli Arbitri (Regioni Puglia e Lazio) della Camera Arbitrale e di Conciliazione della Cooperazione.  
Componente del Collegio dei Probiviri di Confindustria Bari.

Conciliatore bancario presso l'Associazione per il conciliatore bancario (Roma).

Conciliatore presso la Camera di conciliazione Consob dove pure è iscritto nell'Albo degli Arbitri.

È stato Consulente Legale della Regione Puglia nella controversia con Merrill Lynch relativa ai contratti sui derivati stipulati nel 2003/2004 chiusi con una transazione nel 2012 senza oneri per la Regione.

Ha assistito numerosi privati, imprese e enti pubblici nelle controversie in derivati. Autore di numerose pubblicazioni in tema di diritto bancario, dei mercati finanziari e in particolare sugli strumenti finanziari derivati. Relatore a numerosi convegni in tema di strumenti finanziari derivati.

**Nicola Benini** ha operato in derivati come *traders*, accumulando complessivamente 20 anni di esperienze su contratti “*futures*” e di opzione su indici, titoli azionari ed obbligazioni governative, “*swaps*” ed opzioni sul mercato dei cambi operando anche con strumenti “*Over the Counter*”.

Dottore commercialista, consulente finanziario indipendente e consulente tecnico del Tribunale in ambito finanziario.

Gestore in c/proprio e per imprese di investimento (SIM e società fiduciarie) in strumenti derivati quotati dal 1994 al 2003, consulente aziendale

per la gestione dei rischi finanziari (utilizzo di derivati di copertura) dal 1994, fondatore della prima società di consulenza finanziaria indipendente italiana Ifa Consulting nel 2002 (diagnostica di diverse migliaia di contratti derivati su tassi di interesse e di cambio e qualche derivato su merci ed energia), vicepresidente Assofinance<sup>15</sup> socio fondatore Assotag (che ha istituito il primo progetto per il monitoraggio dei derivati negli EE.LL.); amministratore e partner di Fairmat (società che fornisce soluzioni informatiche per il “pricing” di contratti derivati OTC).

Come consulente civile e penale (C.T.U.) ha analizzato molte centinaia di contratti oggetto di contenziosi tra imprese ed EE.LL. e controparti bancarie, tra intermediari finanziari su incarico di una decina di Tribunali o Procure.

Tra i casi più rilevanti la diagnostica di tutti i contratti di Parmalat Finanziaria a favore dell'amministrazione straordinaria, l'assistenza di Regione Puglia nel contenzioso civile e penale nei confronti di Merrill Lynch Bank of America dal 2009 al 2012 insieme al prof. Patroni Griffi, diagnostiche di contratti su incarico di Istituti Bancari, Fondazioni e Casse di Previdenza.

Relatore presso la Commissione VI Finanze del Senato (maggio 2009) nell'“**Indagine conoscitiva della diffusione dei contratti derivati e cartolarizzazioni negli Enti locali**” (memoria depositata).

Relatore presso Il seminario Permanente della Corte dei Conti nel 2009, nei convegni aventi ad oggetto strumenti finanziari e contratti derivati su invito di alcune società di divulgazione economico finanziaria (Paradigma, Synergia, Convenia, Iside, Euroconference..), di alcune università (Pisa Sant'Anna, CERADI- Luiss Roma, Ca Foscari Venezia, Trento, Verona), di Associazioni Industriali, in AIAF, Assofinance, AssoTag ed è stato autore di diverse pubblicazioni sul tema dei rischi e la contabilizzazione dei contratti finanziari.

---

<sup>15</sup> Assofinance è associazione che rappresenta società e studi associati di consulenza finanziaria e/o diagnostica ed analisi finanziaria indipendenti.

Si precisa, vista la novità della figura professionale, che è **consulente finanziario indipendente** colui, persona fisica o società (definita “impresa di investimento” dalla direttiva 2004/39/CE nota come MIFID) che svolge esclusivamente una attività intellettuale di consulenza retribuita unicamente a parcella professionale da parte della Cliente e pertanto **non** effettua attività di intermediazione finanziaria quali collocamento, gestione, negoziazione, raccolta e trasmissione di ordini.

# Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati nelle amministrazioni pubbliche

Camera dei Deputati

VI Commissione Finanze

Nicola Benini

Ugo Patroni Griffi

«A lawyer who has not studied  
economics  
is very apt to become a public enemy»

J. Brandets, Illinois Law Review 1916

Roma 29 aprile 2015

## **I contratti derivati nelle Amministrazioni Pubbliche**

- Ampia informativa sulle criticità ed esperienza in relazione alle amministrazioni territoriali.

Disponibilità dei contratti (accordi quadro/normativi o ``master agreement``, ``schedules``, conferme degli ordini, ``term sheet``, delibere, profilazioni ecc.)

- Insufficiente trasparenza in relazione all'amministrazione centrale

La mancanza dei contratti non consente ``diligence`` legale-contrattuale. Unica info pubblica: utilizzo standard ISDA con giurisdizione- legge regolatrice italiana.

## **I contratti derivati nelle Amministrazioni Pubbliche...ulteriori finalità**

- Copertura (cash flow hedge, fair value hedge);
- Gestione (speculazione);
- Ristrutturazione del debito;
- **Finanziamento implicito**: iniziale (upfront) o "running" (differenziale sul tasso parametro) - impatto su M.T.M.
- **Postergazione/occultamento di perdite** economiche mediante copertura finanziaria (upfront)

# I contratti derivati nelle Amministrazioni Pubbliche...quale contabilizzazione?

- Mancata armonizzazione (tra bilanci) e convergenza (con i principi di contabilità privata) conseguente diversa lettura dello stesso fenomeno.  
(derivati: frequente discrasia tra effetti finanziari ed effetti economici)
- PRINCIPI CONTABILI INDEROGABILI:
  - Veridicità ( ``true and fair view``)
  - Attendibilità
  - Correttezza
  - Comprensibilità (presidio della trasparenza)
  - Prudenza (contabilizzazione delle componenti negative non realizzate/potenziali )
  - Significatività e rilevanza (informazioni utili al processo decisionale)
  - Integrità (no compensazioni o sovrapposizioni anche con i sottostanti)
  - Verificabilità (anche dei processi valutativi)
  - Prevalenza della sostanza sulla forma

Principi contabili dell' Osservatorio sulla Finanza degli EE.LL. del Ministero dell' Interno ottobre 2009 (punto n° 24)

D.Lgs. n° 118/2011 (allegati) e DCPM n° 57624/2011(sperimentazione)

## I contratti derivati nelle Amministrazioni Pubbliche...quale contabilizzazione?

- La mancata rappresentazione/valutazione economica viola i principi generali e vizia il processo decisionale;
- I principi di prudenza impongono accantonamenti in fondi specifici per rispetto dell'integrità e significatività;
- La conoscenza e l'acquisizione delle informazioni deve essere **accessibile con la normale diligenza**;
- Il ruolo fondamentale della **Nota Integrativa nel Bilancio di Previsione** in presenza di strumenti derivati (all. n° 4 D.Lgs. 118/2011):
  - **Entità e natura**;
  - **“Fair value”** (illiquidi e OTC: modelli generalmente accettati **“mark to model”**);
  - Nominale e fair value del sottostante (correlato anche per durata e tassi parametro);
  - **Stanziamenti del bilancio di previsione** per ciascun derivato e relativi criteri di stima;
  - **Costo finale sintetico presunto** a carico dell'Ente;

Nel rispetto dell'**integrità**: separata contabilizzazione dei flussi di debito rispetto ai flussi dei derivati

## **I contratti derivati nelle Amministrazioni Pubbliche Contabilizzazione e Bilancio**

Le norme sono coerenti al principio di prudenza, infatti:

- Le entrate (flussi) **non** possono essere utilizzate per spese correnti, ma vanno accantonate con vincoli (titolo III ``Entrate extratributarie`` );
- Gli ``**upfront**`` sono **indebitamento**: titolo VI ``accensione di prestiti``;
- Le spese vanno immediatamente contabilizzate (titolo I ``spese correnti``);
- Il ``netting`` positivo è **vincolato all'avanzo di amministrazione** con ordini di priorità: ``in primis`` i rischi futuri sul contratto e riduzione del debito sottostante;
- In caso di estinzione anticipata il **costo ha la stessa natura dei flussi**.

(Pertanto un MTM negativo in attesa di liquidazione va a spesa corrente, il MTM negativo richiede opportuni accantonamenti.)

## **I contratti derivati nelle Amministrazioni Pubbliche Dati quantitativi**

### **La corretta determinazione dei flussi pagati da Repubblica**

*“Reporting of Government Deficits and Debt Levels in accordance with Council Regulation (EC) N° 479/200 9, as amended and the Statements contained in the Council minutes of*

*22/11/1993.*

*Member State: Italy”*

I dati pubblicati lo scorso 21 aprile 2015 sulla notifica ISTAT alla UE del deficit e debito (procedura per disavanzi eccessivi PDE) modificano i dati forniti dallo stesso e rielaborati dall' Ufficio Parlamentare del Bilancio per effetto introduzione del SEC 2010 (1 settembre 2014) e pertanto non consentono una agevole e diretta comparabilità.

Ora i flussi contemplano tutte le operazioni nel rispetto dei principi di competenza economica e non solo limitano alla manifestazione finanziaria

Nota metodologica (pag.4:) “le altre poste di aggiustamento includono: le passività nette in strumenti derivati, questa riga...riporta anche le passività generate da operazioni particolari come il riacquisto di swaption, la cancellazione di contratti derivati, la ristrutturazione di derivati ecc.,...”

## I contratti derivati nelle Amministrazioni Pubbliche Dati quantitativi

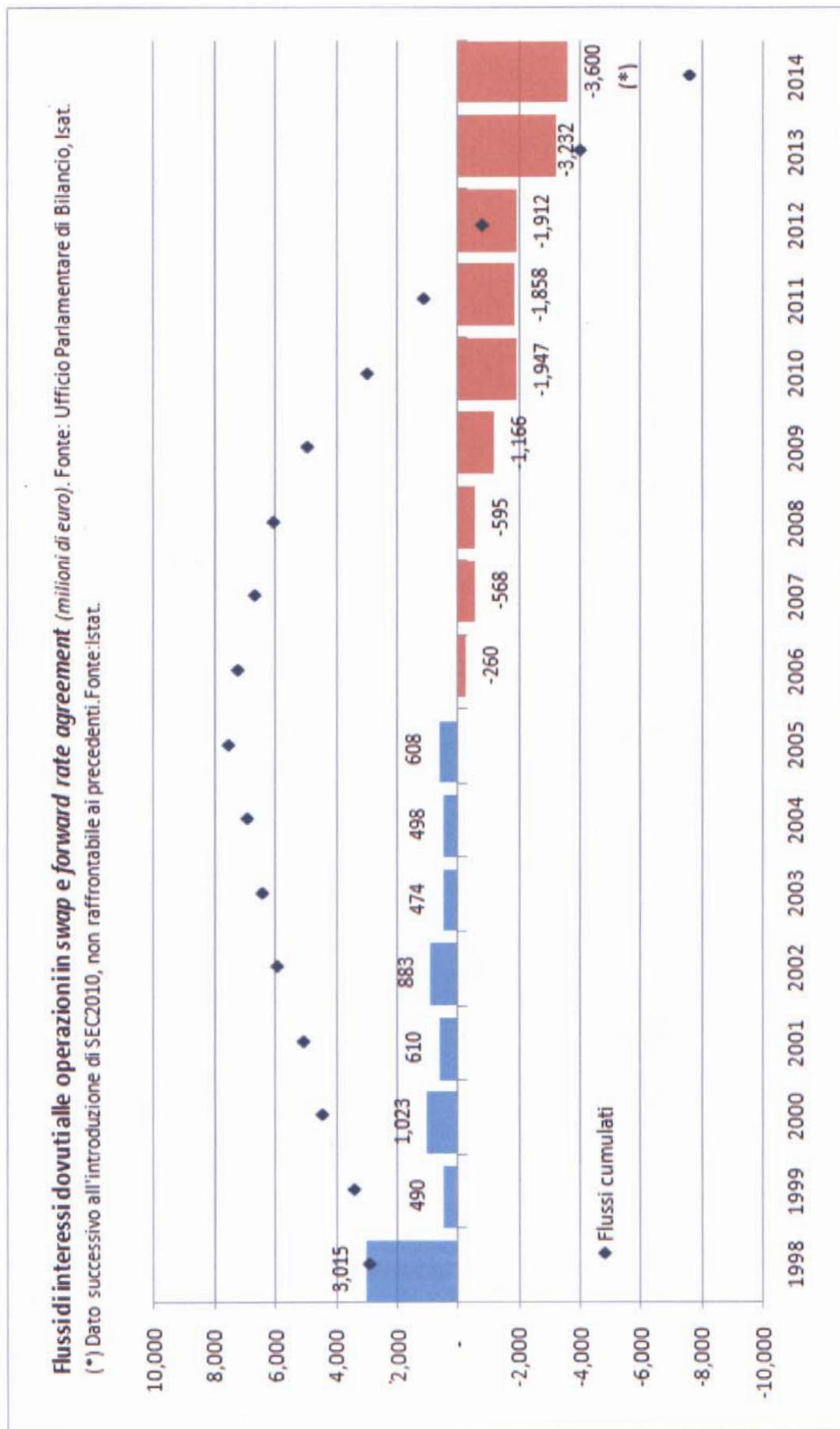
### La corretta determinazione del costo dei derivati del portafoglio di Repubblica Italiana

- SEC 95:** rappresentazione prettamente finanziaria per cassa.
- Flussi interest rate swap;
  - Flussi da cancellazione di contratti senza rinegoziazione e senza rilevazione upfront;
  - Flussi per eventuali pagamenti o incassi di swaption;

**SEC 2010 :** componente economica (rappresentata nella tabella 3 A -correttivi ) con indicazione della passività generate da (v. "nota metodologica" pag.4)

- Costi per riacquisto di swaption;
- Costi di cancellazione di contratti;
- Costi di ristrutturazione di derivati.

N.B. gli interessi passivi sono calcolati in base al principio di competenza economica con l'esclusione dei flussi netti (IRS) connessi a derivati



XVII LEGISLATURA - VI COMMISSIONE - SEDUTA DEL 29 APRILE 2015

Valori in milioni di euro, Fonte: Istat, Eurostat. (\*) Le differenze tra le colonne A e B sembrano essere imputabili a ragioni statistiche.

Anno	Tabella 2A + 2C General Government			Tabella 3A Financial Derivatives (F.71) Adjustment			Totale D (B+C)
	A	B(*)	C	A	B(*)	C	
2011	-2,233	-2,193	-221	-2,233	-2,193	-221	-2,414
2012	-4,020	-3,876	-1,689	-4,020	-3,876	-1,689	-5,565
2013	-2,854	-2,714	-800	-2,854	-2,714	-800	-3,514
2014	-3,589	-3,629	-1,829	-3,589	-3,629	-1,829	-5,458
Totale	-12,696	-12,412	-4,539	-12,696	-12,412	-4,539	-16,951
			<b>Differenza (D-A)</b>				<b>-4,255</b>

Valori in milioni di euro, Fonte: Istat, Eurostat

Anno	SEC2010			General D (B+C)
	SEC95 A	Central B	Local C	
2011	-1,858	-2,092	-141	-2,233
2012	-1,912	-3,825	-195	-4,020
2013	-3,232	-2,968	114	-2,854
2014	-3,589	-3,314	-275	-3,589
Totale	-10,591	-12,199	-497	-12,696
			<b>Differenza (D-A)</b>	<b>-2,105</b>

Flussi di interessi dovuti alle operazioni in swap e forward rate agreement (milioni di euro) contabilizzati secondo le regole contabili SEC2010 e SEC 95. Fonte: Ufficio Parlamentare di Bilancio, Istat, Eurostat.



XVII LEGISLATURA - VI COMMISSIONE - SEDUTA DEL 29 APRILE 2015

Table 2A: Provision of the data which explain the transition between the public accounts budget balance and the central government deficit/surplus

	2011		2012		2013		2014	
	cash		cash		cash		cash	
<b>Working balance in central government accounts</b>	-82,688		-48,957		-79,269		-74,244	
<i>Basic of the working balance</i>								
Financial transactions included in the working balance	6,660	8,699	23,563	19,038				
Loans granted (+)	6,308	1,396	14,212	12,452				
Loans, repayments (-)	-2,054	-1,765	-1,962	-1,716				
Equities acquisition (+)	7	5,737	9,769	3,283				
Equities sales (-)	0	-1,794	-636	0				
Other financial transactions (+/-)	402	6,130	2,181	4,979				
of which: transactions in debt liabilities (+/-)	0	0	0	0				
of which: net settlements under swap contracts (+/-)	2,092	3,825	2,968	3,314				

Table 2C: Provision of the data which explain the transition between the working balance and the local government deficit/surplus

	2011		2012		2013		2014	
	cash		cash		cash		cash	
<b>Working balance in local government accounts</b>	-562		-1,158		-6,021		4,381	
<i>Basic of the working balance</i>								
Financial transactions included in the working balance	875	-5,738	-12,172	-10,489				
Loans (+/-)	-307	-72	9	114				
Equities (+/-)	265	412	828	352				
Other financial transactions (+/-)	819	-6,078	-12,810	-10,956				
of which: transactions in debt liabilities (+/-)	0	0	0	0				
of which: net settlements under swap contracts (+/-)	141	195	-114	275				

Tavola 2. Raccordo tra fabbisogno del settore pubblico e indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche. Anni 2011 - 2014 (dati in milioni di euro)

	2011	2012	2013	2014
<b>Fabbisogno del settore pubblico</b>	-63.252	-50.115	-73.248	-69.863
<b>Partire finanziarie attive comprese nel Fabbisogno (variazioni)</b>	11.455	6.672	14.037	11.871
Concessione di prestiti (+)	6.837	3.188	2.543	1.907
Riscossione di prestiti (-)	-3.117	-2.576	-2.602	-1.613
Acquisizione di partecipazioni azionarie (+)	793	6.673	10.691	4.038
Vendite di azioni (-)	-523	-1.964	-853	-282
Aumenti/riduzioni di altre attività finanziarie (+/-)	5.465	1.451	4.258	7.921
di cui: flussi netti connessi a derivati finanziari	2.233	4.020	2.854	3.589
<b>Totale</b>				12.697

XVII LEGISLATURA - VI COMMISSIONE - SEDUTA DEL 29 APRILE 2015

**Table 3A: Provision of the data which explain the contributions of the deficit/surplus and the other relevant factors to the variation in the debt level (general government)**

	Year			
	2011	2012	2013	2014
<b>Net lending (-)/ net borrowing (+) (B.9) of general government (S.13)<sup>1</sup></b>	<b>57,154</b>	<b>48,310</b>	<b>47,455</b>	<b>49,056</b>
<b>Net acquisition (+) of financial assets <sup>(2)</sup></b>	<b>-6,030</b>	<b>33,820</b>	<b>21,042</b>	<b>18,602</b>
Currency and deposits (F.2)	-19,136	1,538	504	9,359
Debt securities (F.3)	2,874	2,675	575	1,538
Loans (F.4)	7,750	24,569	7,459	2,251
Increase (+)	11,873	27,747	12,105	4,062
Reduction (-)	-4,123	-3,178	-4,646	-1,811
Short term loans (F.4.1), net	0	0	0	0
Long-term loans (F.4.2)	7,750	24,569	7,459	2,251
Increase (+)	11,873	27,747	12,105	4,062
Reduction (-)	-4,123	-3,178	-4,646	-1,811
Equity and investment fund shares/units (F.5)	-1,476	-1,708	8,241	155
Portfolio investments, net <sup>(2)</sup>	0	0	0	0
Equity and investment fund shares/units other than portfolio investments	-1,476	-1,708	8,241	155
Increase (+)	534	6,468	10,417	3,843
Reduction (-)	-2,010	-8,176	-2,176	-3,687
Financial derivatives (F.7)	2,193	3,876	2,714	3,629
Other accounts receivable (F.8)	1,733	2,895	1,584	1,850
Other financial assets (F.1, F.5)	32	-124	-35	20
<b>Adjustments <sup>(3)</sup></b>	<b>5,737</b>	<b>2,205</b>	<b>10,564</b>	<b>108</b>
<b>Net incurrence (-) of liabilities in financial derivatives (F.7.1)</b>	<b>221</b>	<b>1,689</b>	<b>800</b>	<b>1,829</b>

## Nota metodologica Istat



NOTIFICA DEL DEFICIT  
E DEL DEBITO PUBBLICO

base al Sec 2010, prevede che essi siano trattati come operazioni finanziarie senza alcun impatto sul calcolo del Deficit:

Le attività generate da differenze competenza – cassa sulle entrate sono costituite per la maggior parte da crediti formati con riferimento alle imposte dichiarate ma non ancora versate, ai contributi sociali effettivi, ecc. Infine Le altre attività finanziarie includono le attività per assicurazioni, pensioni ecc

■ Le altre poste di aggiustamento includono: le passività nette in strumenti derivati, questa riga, analoga a quella nella precedente sezione dedicata alle attività finanziarie, riporta anche le passività generate da operazioni particolari come il riacquisto di swaption, la cancellazione di contratti derivati, la ristrutturazione di derivati ecc.; la differenza competenza-cassa sulle uscite; le passività per garanzie standard e gli aggiustamenti dovuti ad effetti di valutazione delle passività finanziarie e alle altre variazioni di volume.

Gli aggiustamenti dovuti agli effetti di valutazione delle passività finanziarie sono legati al fatto che il debito pubblico è valutato al valore facciale e non al valore di mercato. Esso pertanto esclude gli interessi maturati ma non pagati, gli scarti o premi di emissione, sui titoli e la differenza tra il valore nominale e il valore di rimborso per i titoli rimborsati prima della scadenza.

La differenza competenza-cassa sugli interessi è dovuta al fatto che il debito esclude tutti gli interessi maturati ma non pagati che sono stati contabilizzati nell'indebitamento.

Il calcolo degli interessi di competenza sui titoli del debito pubblico viene fatto in base al criterio "full accrual", che riflette un approccio di tipo "continuo" al calcolo dell'onere del debito, non influenzato dalle scadenze dei pagamenti ma come un flusso economico continuamente rigenerato. Il calcolo della differenza competenza-cassa sugli interessi è effettuato dall'Istat sulla base delle seguenti fonti:

- per il risparmio postale le informazioni della Cassa Depositi e Prestiti;
- per i titoli del debito pubblico le informazioni del Ministero dell'Economia e delle Finanze<sup>9</sup>.

La posta include gli aggiustamenti dovuti ai *capital uplift* relativi ai titoli di stato indicizzati.

La differenza competenza-cassa sugli interessi è dovuta principalmente ai Buoni Postali Fruttiferi e ai titoli emessi a sconto, come Bot e Ctz.

Le emissioni di debito sotto o sopra la pari e i rimborsi sopra o sotto la pari, calcolati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (Dipartimento del Tesoro), registrano gli scarti o i premi all'emissione e, rispettivamente, gli scarti o i premi al rimborso dei titoli del debito pubblico. Le rivalutazioni/svalutazioni di passività in valuta, calcolati anch'essi dal Ministero dell'Economia e delle Finanze<sup>10</sup>, registrano le variazioni del valore del debito dovute a movimenti nei tassi di cambio per quegli strumenti denominati in valute diverse dall'euro. La variazione dei tassi di cambio non ha alcun impatto sull'indebitamento, ma ha un impatto sul debito.

Le altre variazioni di volume di passività finanziarie calcolate dalla Banca d'Italia sono dovute a variazioni dello stock di debito, che non hanno però alcun impatto sull'indebitamento.

<sup>9</sup> La base informativa e la metodologia di calcolo applicata sono a cura del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

<sup>10</sup> Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

## **I contratti derivati nelle Amministrazioni Pubbliche Dati quantitativi**

### **Il monitoraggio del "mark to market"**

I valori comunicati e forniti hanno periodicità trimestrale e la pubblicazione avviene diverse settimane successive.

Non sono noti i modelli di stima adottati e i dati di input ("mark to model").

Quale flusso di dati tra MEF e Bankitalia? Quale rielaborazione?

Quali accantonamenti nel Bilancio pubblico e con quali modalità?

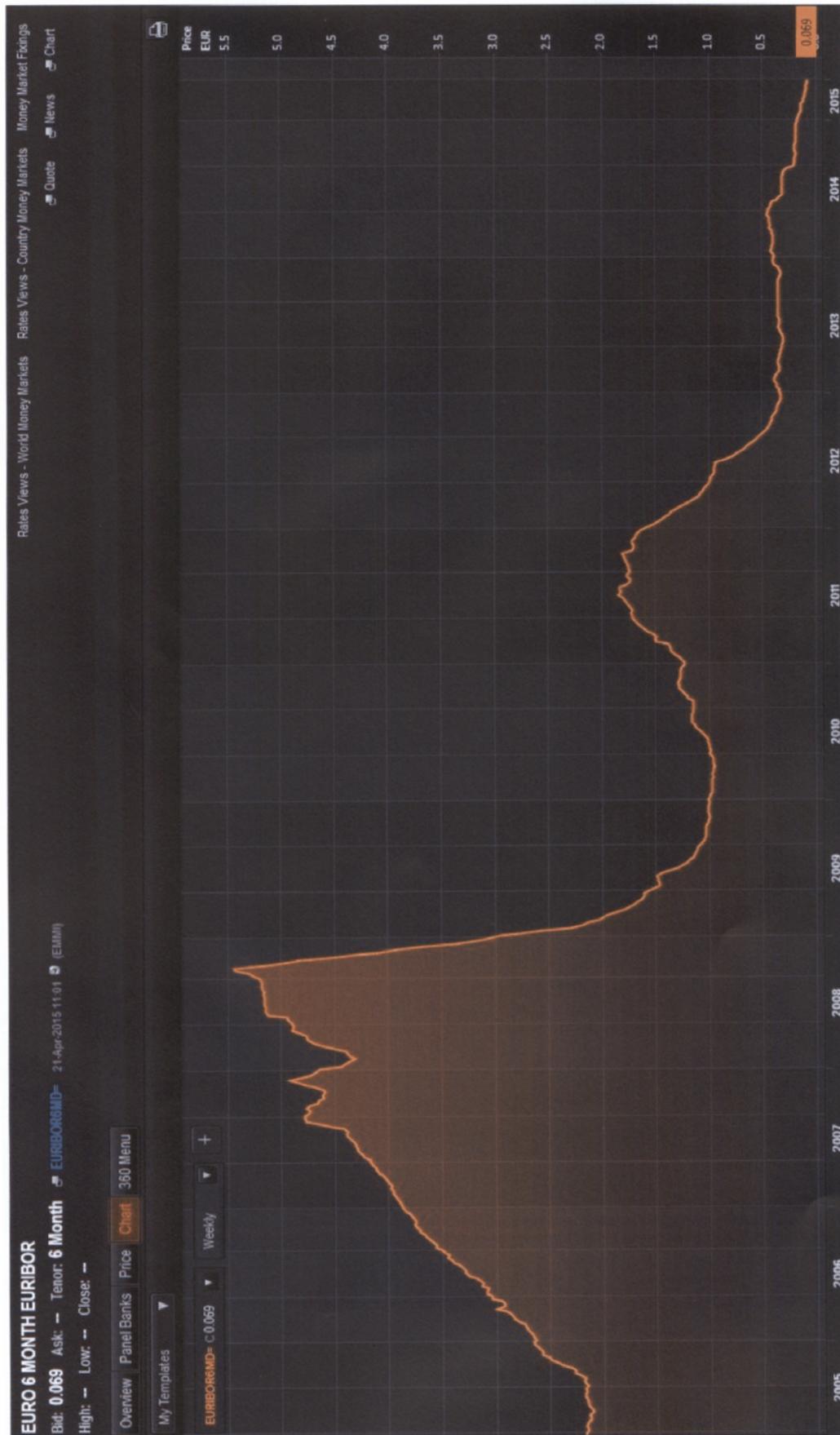
## **I contratti derivati nelle Amministrazioni Pubbliche Dati quantitativi**

- Difficoltà per mancanza storica di informazioni e trasparenza;
- Possibili analogie con le criticità rilevate nelle amm.ni territoriali;
- Necessità di una "disclosure" terza ed indipendente;
- Necessità di efficientare l'attuale sistema (governance- controllo indipendente, potenziamento strutture dedicate, ...).

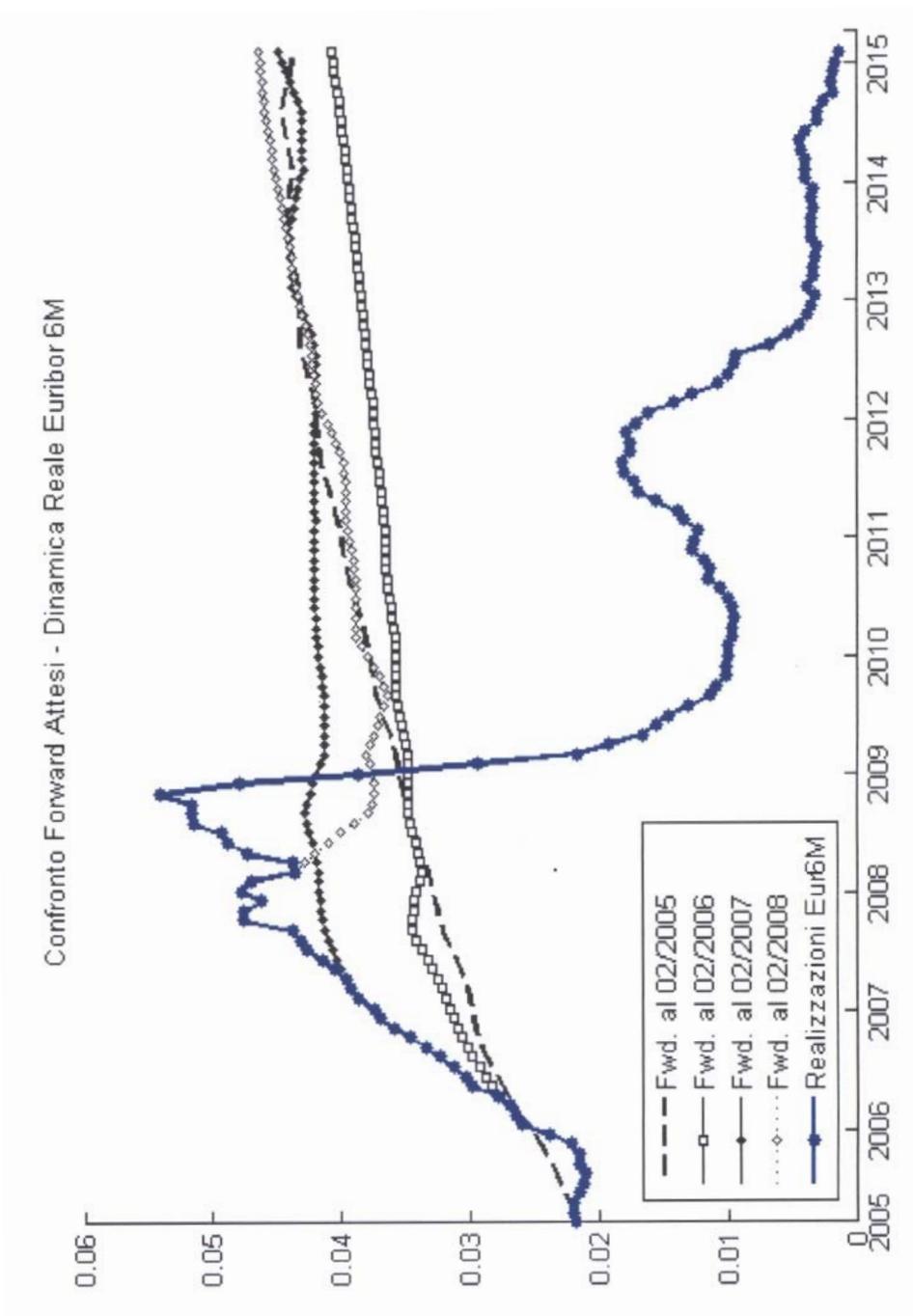
1. *La composizione del portafoglio derivati e la correlazione non dimostrata;*
2. *Le rinegoziazioni e la convenienza economica;*
3. *La comprensione del mark to market e le criticità sul Bilancio;*
4. *La vendita delle "swaptions" e la "gestione" della "duration";*
5. *Le clausole di estinzione anticipata;*
6. *Le garanzie bilaterali della L. stabilità per il 2015;*
7. *Il possibile conflitto di interessi con gli specialisti;*
8. *Focus trasparenza dei rischi negli EE.LL. e quali sinergie col MEF?*
9. *I confronti europei;*
10. *La ristrutturazione dei debiti delle Regioni (art 45 d.L. 66/2014);*

## **Ipotesi critiche: composizione e correlazione**

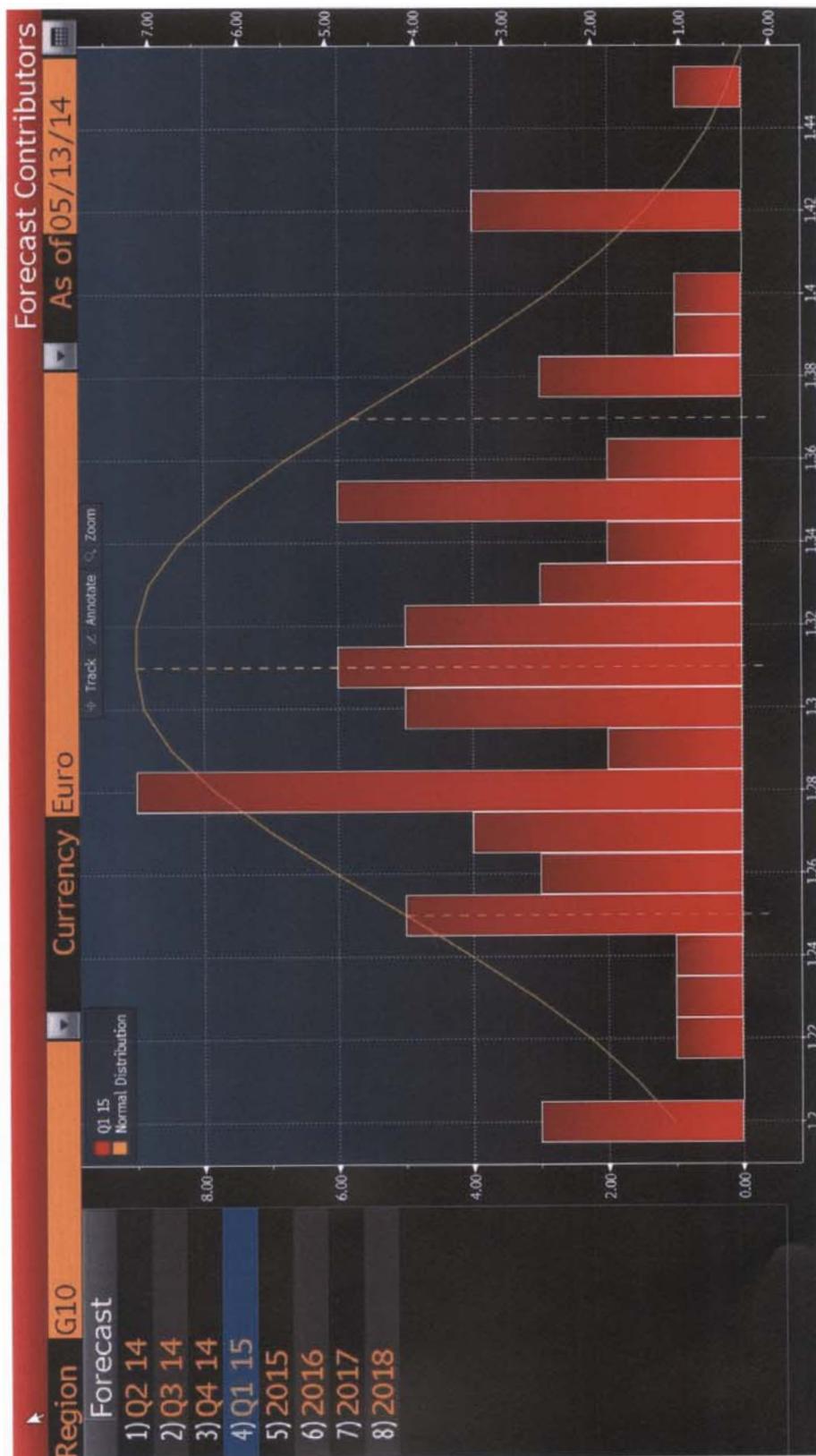
- **La gestione della "duration"** del debito utilizzando derivati di ristrutturazione sintetica in un periodo storico favorevole al collocamento sul mercato primario;
- **La gestione di tipo previsionale** ed anticipatoria del mercato e la **mancata considerazione delle "best practice" operative nella gestione dei rischi**. Il portafoglio "benchmark";
- Il "peso specifico" dei c.d. "IRS di duration" (IRS "fix payer");
- Il "peso specifico" degli "IRS di copertura". Perché MTM positivo?
- La domanda del gestore: **quale posizione complessiva e la logica seguita?**
- La **durata** dei contratti.. "i mercati su muovono ogni istante..";
- La **mancanza dei tipici strumenti di copertura (cap - collar)** e il possibile risultato differenziale;
- Il **benchmark** e le regole di prudente gestione secondo il criterio del buon padre di famiglia e quelle di "risk management" del gestore;
- C'è chi ha fatto **scelte diverse...**
- **I dubbi sulla correlazione** tra MTM e curve dei tassi : le simulazioni CMS swap



## Le previsioni finanziarie: curve forward Euribor e realizzazioni ex post (aggiornamento al Febbraio '15)



# Le previsioni finanziarie: cambio Eur/Usd per il 1° trimestre 2015



## **Ipotesi critiche: le rinegoziazioni e la convenienza economica**

- Negli EE.LL. frequenti ristrutturazioni sintetiche mediante IRS e IRS con collar e la gestione dei fondi per l'ammortamento del debito ("amortizing swap" e "sinking fund") nel (mancato) rispetto della convenienza economica (art 41 L.448/2001);
- **Vantaggio finanziario o vantaggio economico?** Quale prevalenza? Quale il "trade off" ed il nuovo profilo di rischio?

Es: l'accorciamento di un IRS o la modifica de tasso "payer" possono comportare un possibile **vantaggio finanziario (anche immediato) sempre a fronte di un costo economico**, che se non liquidato per cassa deve essere in qualche modo ricompensato per esempio dalla vendita di altro strumento finanziario e comunque dalla modifica del profilo di rischio ("risk profile").

## **Ipotesi critiche: il mark to market ed il (mancato) impatto sul bilancio**

- Mark to Market ovvero una *grandezza economica concreta ed attuale*.
- Mark to market ovvero **indicatore sintetico ed attuale di rischio: la media dei risultati attesi**
- Impatto sul bilancio pubblico:
- limiti sulla capacità di indebitamento e sulle regole del Patto di Stabilità e Crescita Interno
- Segnalazione in Centrale dei Rischi
- Segnalazione nei bollettini statistici di Bankitalia
- Incidenza sul Rating
  - (...insomma tutto molto concreto e poco astratto).
- Mark to market astratto e/o soggettivo? ..Eppure i numeri (alle banche) necessariamente devono tornare.
- Mark to Market: solo una grandezza potenziale? **Quale distribuzione delle probabilità? Il fattore tempo.**
- Il monitoraggio e la **rappresentazione a Bilancio** rispetto alle controparti del Tesoro
- Mark to market: quale evoluzione e quale il **rischio di perdita massima attesa?**
- Mark to market: **accantonato sì o no?** E se accantonato con quali modalità (integrità)

## **Ipotesi critiche: la vendita di swaption**

Se devo **ridurre la "duration"** di portafoglio in tempi rapidi (senza passare dal mercato primario) devo utilizzare i derivati o rinegoziare quelli esistenti.

Rinegoziare IRS: per accorciare durata o ridurre i flussi di cassa se negativo comporta la necessità di ribilanciamento.

- Vendita delle opzioni: **l'asimmetria dei rischi** (chi vende assicura, chi compra è assicurato dal rischio); Quale modifica del profilo di rischio?
- Aspetti economici e finanziari. Quale convenienza a vendere?

*... Vediamo un esempio concreto: obbiettivo la semplice  
riduzione dei flussi di cassa...*

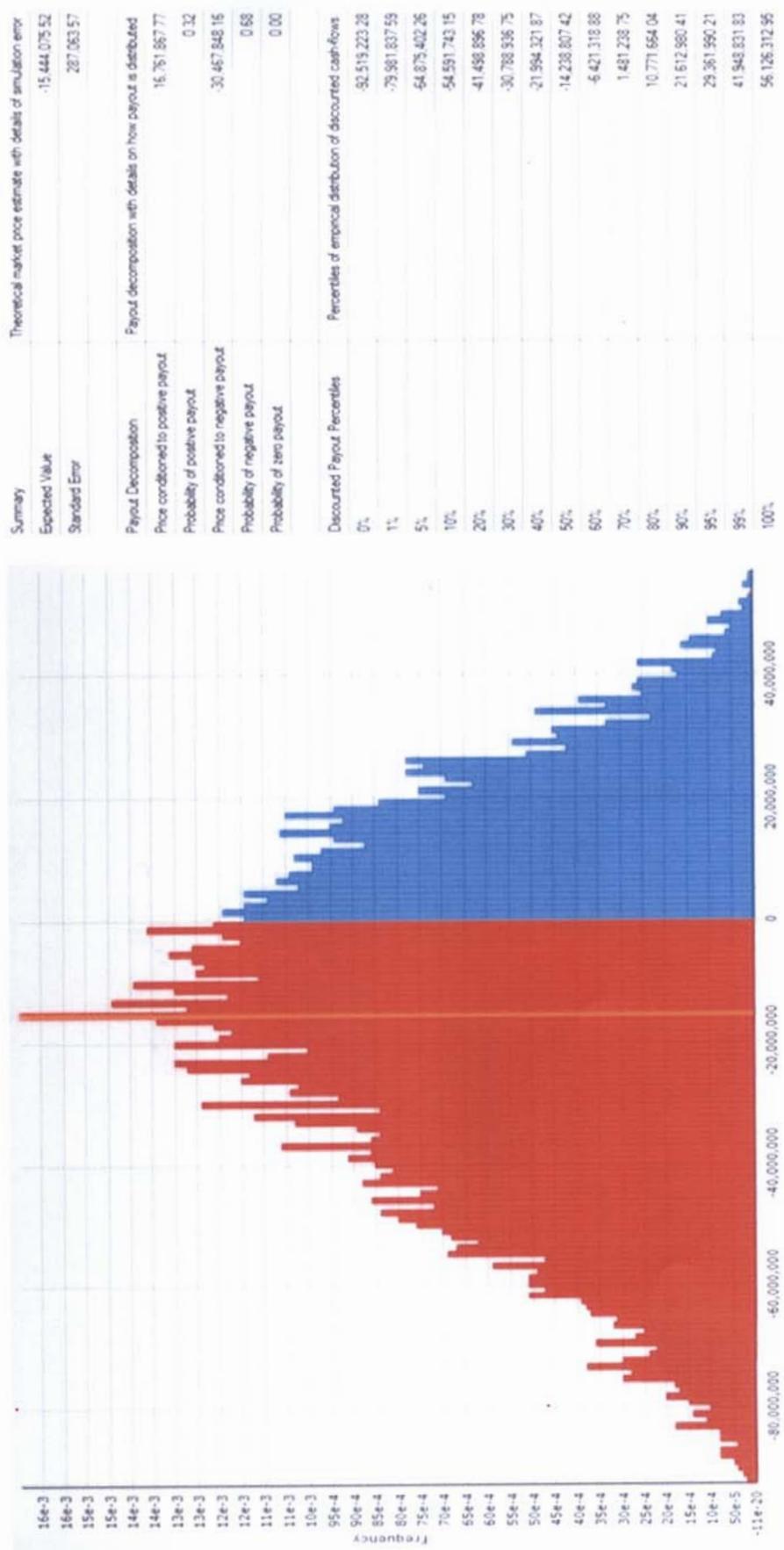
## La vendita di swaption : esempio

2004		2009	
<b>Tipologia</b>	IRS n.1		
<b>Fair Value IRS n.1</b>	0		
Nozionale	100,000,000		
Tasso A	5.12%		
Tasso Banca	Eur6		
Frequenza	semestrale		
Scadenza	2028		
<b>+</b>			
<b>IPOSTESI RISTRUTTURAZIONE IRS N.1:</b>			
<b>Tipologia</b>	IRS n.2		
<b>Fair Value IRS n.2</b>	-8,600,000		
Nozionale	100,000,000		
Tasso A	4.62%		
Tasso Banca	Eur6		
Frequenza	semestrale		
Scadenza	2028		
<b>Tipologia</b>	Swaption		
<b>Fair Value Swaption</b>	-6,900,000		
Scadenza	2012		
Posizione A	venditore		
<b>IRS Sottostante</b>			
Nozionale	100,000,000		
Tasso A	4.62%		
Tasso Banca	Eur6		
Frequenza	semestrale		
Scadenza	2028		
<b>-15,500,000</b>			

L'esempio ipotizza l'assenza di costi impliciti. La considerazione dei costi impliciti si tradurrebbe in un aggravio del Tasso A

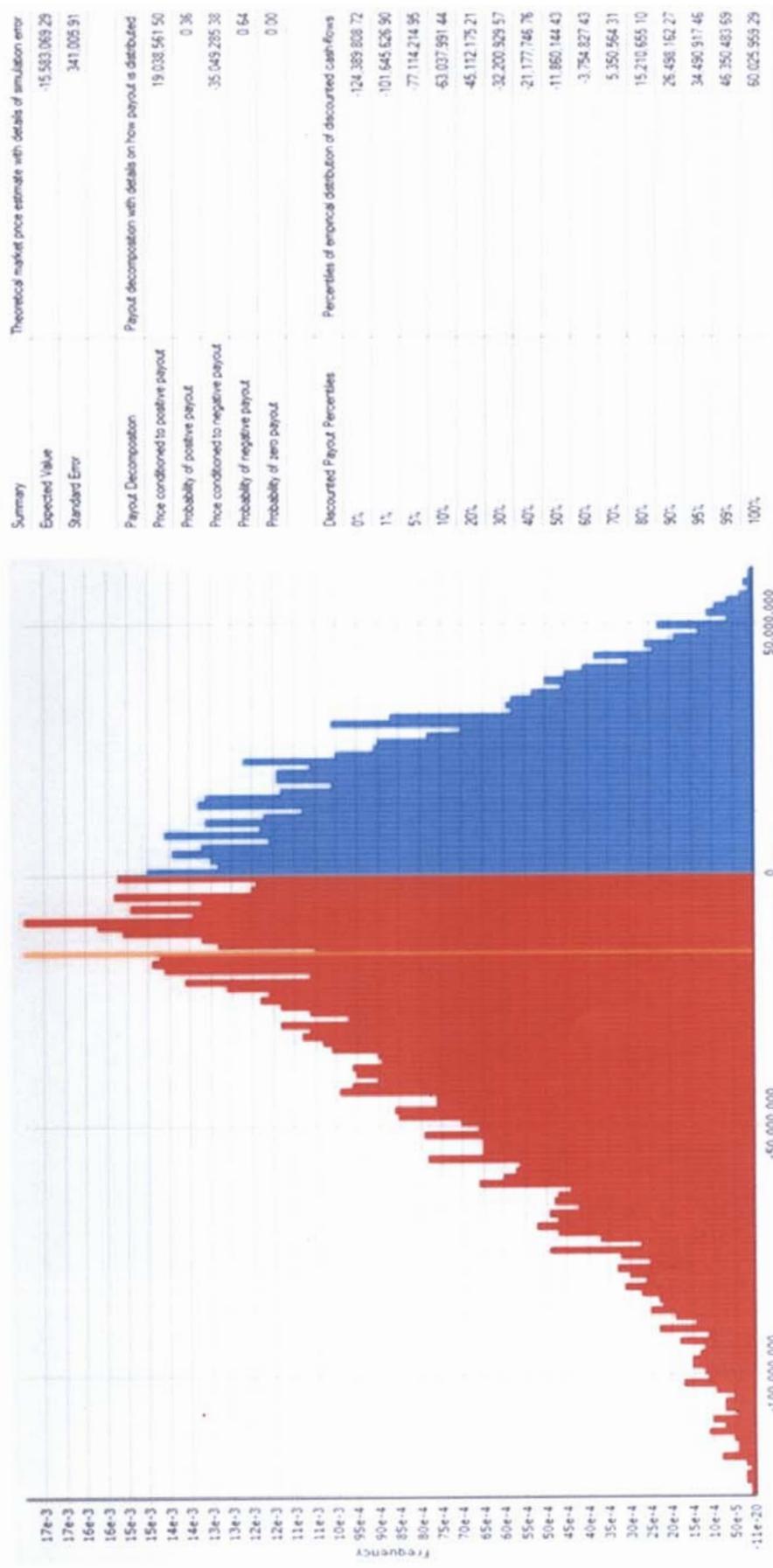
## La vendita di swaption : esempio

**Distribuzione del valore MtM dell'operazione IRS n. 1 alla data di ristrutturazione.** La curva raffigura la distribuzione di probabilità (asse Y) dei possibili risultati del contratto (asse X). La regione in blu evidenzia risultati superiori a 0, mentre quella rossa risultati negativi. Il mark to market (rappresentato dalla linea gialla) e la media dei possibili risultati ponderata per le relative probabilità. Le probabilità sono state stimate sotto la misura neutrale al rischio. La scala di valori alle ascisse è ottimizzata e ottimizzata sul contratto oggetto di analisi e non è pertanto confrontabile con altre distribuzioni riportate nella presente relazione.



## La vendita di swaption : esempio

**Distribuzione del valore MtM della nuova operazione (IRS n.2 e vendita di swaption) alla data di ristrutturazione.** La curva raffigura la distribuzione di probabilità (asse Y) dei possibili risultati del contratto (asse X). La regione in blu evidenzia risultati superiori a 0, mentre quella rossa risultati negativi. Il *mark to market* (rappresentato dalla linea gialla) e la media dei possibili risultati ponderata per le relative probabilità. Le probabilità sono state stimate sotto la misura neutrale al rischio. La scala di valori alle ascisse ed alle ordinate è ottimizzata sul contratto oggetto di analisi e non è pertanto confrontabile con altre distribuzioni riportate nella presente relazione.





## **Ipotesi critiche: le clausole di estinzione**

### **anticipata**

- Non solo la "additional termination event" di Morgan Stanley (costo 3.100 milioni di euro).
- **Quasi il 10% del portafoglio, il 22% delle perdite potenziali** complessive di portafoglio;
- Oppure il 57% sul nozionale relativo ovvero MTM negativo di 9,93 mld su 16,2 di valore nozionale;
- Per il periodo 2015-2018 perdite di 2,6 miliardi su 4,7 nozionale;
- **Quale il costo di quelle già estinte**, in particolare quelle di giugno e dicembre 2014?
- **Quale la distribuzione dei rischi** su quelle ancora in essere (13)?
- **Quale processo decisionale** prima di sottoscrivere il contratto e poi nella gestione delle chiusure?;

## **Ipotesi critiche: garanzie bilaterali**

- Soluzione di prassi tra operatori;
- Andrebbe utilizzata esclusivamente in relazione a **nuove operazioni**;
- La **restituzione del costo del credito**? (“credit charge” o credit value adjusted”);
- Problema di “**funding**” per Italia proprio in caso di crisi o peggioramento dello spread e soluzione di garanzia per le banche;
- Di fatto un **pagamento anticipato delle perdite** (ma non erano solo potenziali?).

## **Ipotesi critiche: focus trasparenza sugli Enti Locali**

- **Abbandono della informativa di trasparenza che ``equalizzava`` le informazioni segnalatiche tra ente e banca (bozza regolamento MEF ex art 62 DI 112/2008) dopo 6 anni di attesa; perchè?**
- **Approccio CONSOB- Bankitalia (``risk based``) di tipo probabilistico preferito e di prassi tra operatori professionali di mercato abbandonato a favore delle metodologie di tipo ``what if`` (analisi deterministica di sensitività);**
- **I limiti degli approcci di tipo ``what if``;**
- **Le posizioni accademiche e degli esperti;**
- **La posizione delle associazioni dei Consulenti Finanziari Indipendenti (Assofinance e NAFOP) e della Associazione dei Consulenti e Periti tecnici nominati dall'autorità giudiziaria (AssoTAG) a favore dell'approccio probabilistico CONSOB ``risk based``.**

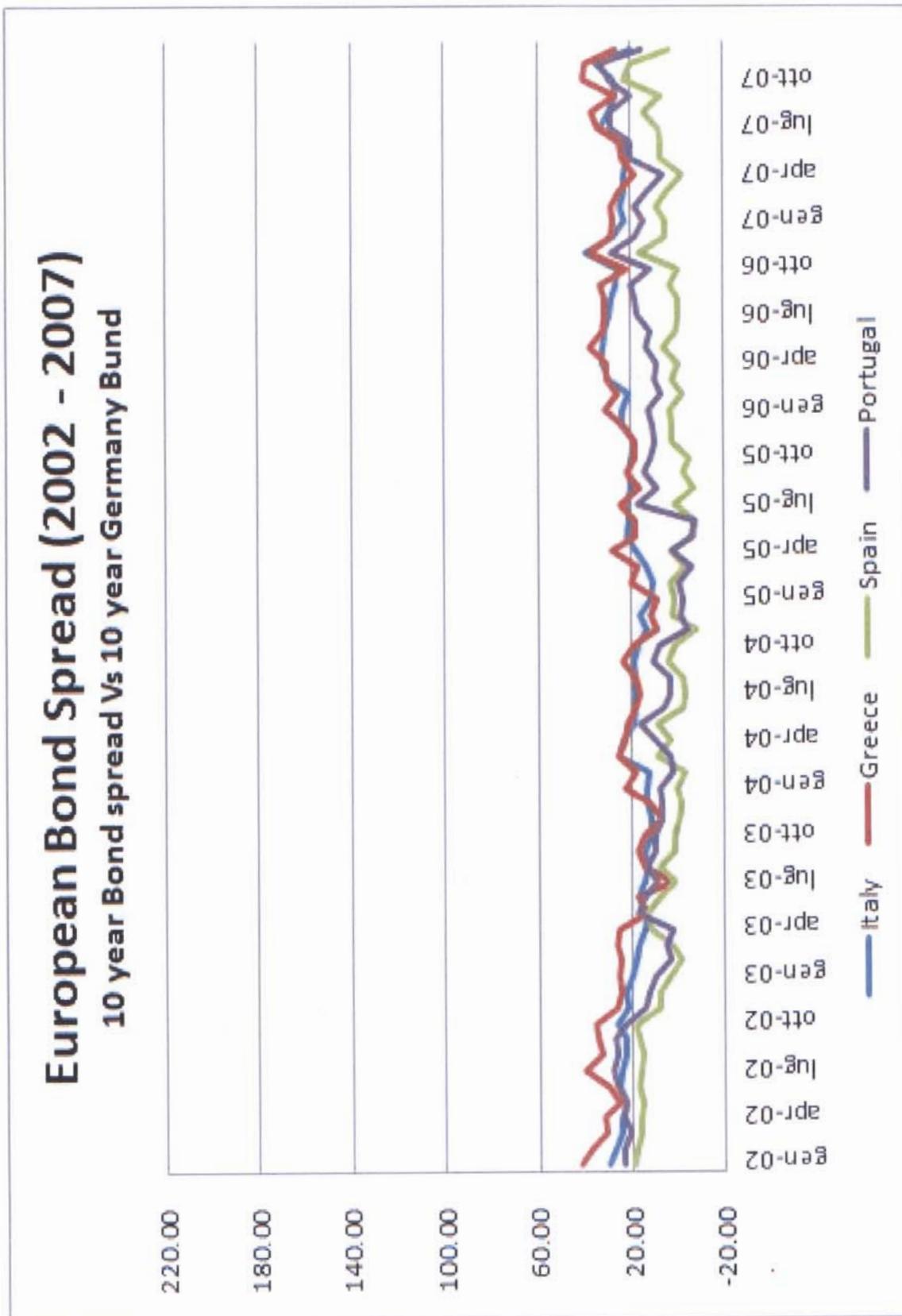
## **Ipotesi critiche: i "competitor" europei**

- **Limitata esposizione** in derivati, assoluta ed in percentuale sul debito pubblico nel 1999, dell'Italia rispetto ai principali Paesi europei (UE 14).
- **Oggi** situazione ben diversa: tabella comparativa (parziale) Italia e altri paesi UE 19.  
NB : valori da rettificare in attesa di dati consuntivi, anno 2014 non ancora pubblicati (es. Germania).
- **Anno 2014: Italia risparmia 2.760 milioni** di euro sugli interessi del debito (fonte governativa citata da Bloomberg);
- **Anno 2014: costo dei derivati: 5.460 milioni** di euro (Eurostat);
- **Mark to Market:** Italia dato peggiore di tutti gli altri paesi in termini assoluti e anche relativi in rapporto al PIL (ufficio parlamentare del bilancio- v. tabelle).

Country	National outstanding (EUR billions) December 31, 1999	% national over public debt	Notes
Austria	18.16	15.4	
Belgium	22.95	9.4	
Canada	106	3.8	March 1999
Denmark	16.12	21.54	
Finland	8.66	12.75	
France	0	0	
Germany	0.11	0.23	
Netherlands	0	0	
Ireland	11.92	29.9	
Italy	10	0.91	
Portugal	7.04	11.25	
Spain	3.65	1.02	
Sweden	75.12	50.72	June 2000
United Kingdom	3.5	0.54	March 2000

Table 1.2 - Derivatives by governments - Nationals outstanding

Piga, G., (2001), Derivatives and Public Debt Management, International Securities and Markets Association.



Paesi	Impatto derivati (2011 - 14) (dati in mld Euro)
<b>Eurozona (UE 19)</b>	<b>16,353.90</b>
Italia	16,951.40
Paesi Bassi	1,984.00
Austria	1,979.60
Germania	953.10
Spagna	379.00
Lettonia	49.30
Cipro	-
Malta	-
Slovacchia	-
Slovenia	0.50
Lussemburgo	1.00
Estonia	5.10
Irlanda	50.20
Lituania	81.60
Portogallo	405.20
Finlandia	525.00
Belgio	1,079.00
Grecia	1,083.00
Francia	2,712.00

Impatto dei Derivati sul Debito Pubblico Europeo (2011-2014). Dati in ml Euro. Fonte: Eurostat. NB : valori da rettificare in attesa di alcuni dati consuntivi, anno 2014 non ancora pubblicati (es. Germania)



Valori da rettificare in attesa di dati consuntivi, anno 2014 non ancora pubblicati (es. Germania).

XVII LEGISLATURA - VI COMMISSIONE - SEDUTA DEL 29 APRILE 2015

**Tab. 3 - Valore di mercato delle operazioni in derivati delle Amministrazioni pubbliche nei paesi della UE**  
(milioni di euro)

Paese	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Belgio	0	0	0	0	0	0	0	0
Bulgaria	-213	-122	-98	-50	-49	-63	-104	-98
Danimarca	512	72	-135	407	1.060	1.622	1.455	738
Germania	2.313	1.727	1.594	2.445	-16.267	-17.206	-18.202	-16.836
Estonia	nd	nd	1	-2	-2	-2	-2	-1
Irlanda	-40	339	188	394	568	-1.280	-1.829	135
Grecia	-2.387	-3.479	-2.736	-980	-1.311	-2.134	-3.536	-3.897
Spagna	0	0	0	0	0	0	0	0
Francia	-798	-1.894	-1.288	-812	1.061	3.292	951	629
Croazia	0	0	0	0	0	0	0	0
Italia	-22.782	-18.105	-26.806	-21.407	-18.761	-27.602	-34.330	-28.996
Cipro	0	0	0	0	0	0	0	0
Lettonia	2	2	4	-4	16	-49	-51	-70
Lituania	0	0	15	43	78	86	111	49
Lussemburgo	nd	nd	1	3	7	10	5	5
Ungheria	-388	-619	-395	-341	436	1.619	943	-306
Malta	nd	nd	nd	-51	-31	-14	0	0
Paesi Bassi	315	-973	1.651	-225	1.830	9.232	12.849	9.683
Austria	-933	-288	-2.964	-2.109	-1.186	-581	-637	-524
Polonia	21	15	7	8	1.067	985	979	974
Portogallo	-59	-33	-71	-65	74	-504	-803	-1.044
Romania	-473	-288	-600	-538	-279	-16	0	0
Slovenia	4	10	7	5	5	4	-5	-3
Slovacchia	7	8	8	0	0	0	0	0
Finlandia	679	1.419	981	520	1.134	3.188	3.872	2.005
Svezia	3.999	600	-1.514	2.825	4.843	4.964	7.897	4.867

Fonte: Eurostat database, Financial balance sheets.

XVII LEGISLATURA - VI COMMISSIONE - SEDUTA DEL 29 APRILE 2015

**Tab. 4** - Valore di mercato delle operazioni in derivati delle Amministrazioni pubbliche nei paesi della UE

(in percentuale del PIL)

Paese	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Belgio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bulgaria	-0,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2
Danimarca	0,2	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,7	0,6	0,3
Germania	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6
Estonia	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Irlanda	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	-0,7	-1,1	0,0
Grecia	-1,1	-1,5	-1,1	-0,4	-0,6	-1,0	-1,8	-2,1
Spagna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Francia	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0
Croazia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Italia	-1,5	-1,1	-1,6	-1,4	-1,2	-1,7	-2,1	-1,8
Cipro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lettonia	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Lituania	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1
Lussemburgo	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	-0,5	-0,6	-0,4	-0,3	0,4	1,7	1,0	-0,3
Malta	nd	nd	nd	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,0
Paesi Bassi	0,1	-0,2	0,3	0,0	0,3	1,4	2,0	1,5
Austria	-0,4	-0,1	-1,0	-0,7	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1
Polonia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,2
Portogallo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,5	-0,6
Romania	-0,5	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Slovenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Slovacchia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finlandia	0,4	0,7	0,5	0,3	0,6	1,6	2,0	1,0
Svezia	1,2	0,2	-0,5	0,9	1,3	1,2	1,8	1,1

Fonte: Eurostat database, *Financial balance sheets*.

## **Ipotesi di efficientamento**

**OBIETTIVO: superamento delle asimmetrie di risorse e capacità per competere sul mercato (essere alla "pari" con le controparti)**

- Competenze ed esperienze delle risorse umane;
- Risorse tecniche: (gestione del rischio, pricing, monitoraggio..);
- Controllo terzo indipendente ("second opinion");
- Legame tra contabilità operativa e ordinaria;
- Gestione dei rischi operativi: quale policy?
- Nuove regole di "Governance"?

***"Rispetto delle generazioni future:  
non si deve manipolare il tempo utilizzando i derivati"***

## **I contratti derivati nelle Amministrazioni Pubbliche: criticità riscontrate**

- Asimmetrie Cognitive:
  - tecnico finanziarie;
  - giuridiche.
- Inefficacia del quadro normativo:
  - principio di “convenienza economica”;
  - **la ristrutturazione e diluizione del debito** (Art. 45 DI 66/2014);
  - utilizzo di strumenti sofisticati (CDS);
  - equivoci semantici;
- Mancata separazione tra attività di consulenza e di “arranging”.
- Carenze nelle “disclosures” di bilancio:
  - il ruolo dei margini di garanzia (cd. Collaterali).

**PORTAFOGLIO STRUMENTI DERIVATI AL 31/12/2014**

**Note:**

Il valore di mercato (MTM) non include le elaborazioni statistiche operate dalla Banca d'Italia al fine della pubblicazione dei conti finanziari.

**Strumenti derivati su debito - dati in €mln**

Strumento	Nozionale	in %	MTM	in %
CCS (Cross Currency Swap)	21.329	13,37%	1.093	-2,60%
IRS (Interest Rate Swap) di copertura	12.309	7,71%	643	-1,53%
IRS (Interest Rate Swap) di duration	102.948	64,51%	-33.087	78,66%
IRS ex-ISPA	3.500	2,19%	-1.524	3,62%
Swaption	19.500	12,22%	-9.188	21,84%

Totale derivati su debito	159.586	100,00%	-42.064	100,00%
<i>Titoli di Stato in circolazione</i>	1.782.233			
<i>Derivati su debito/Titoli di Stato</i>	8,95%			

**Strumenti derivati su attivi (legge finanziaria per il 2005)**

Strumento	Nozionale	MTM
IRS (Interest Rate Swap)	3.454	-586

## Portafoglio strumenti derivati complessivo

Strumento	Nozionale	in %	MTM	in %
Derivati su debito	159.586	97,88%	-42.064	98,63%
Derivati su attivi	3.454	2,12%	-586	1,37%
<b>Totale strumenti derivati</b>	<b>163.040</b>	<b>100,00%</b>	<b>-42.649</b>	<b>100,00%</b>

## Contratti con clausole di estinzione anticipata con scadenza tra il 2015 e il 2038 - dati in €mln

Strumento	Nozionale	in %	MTM	in %
IRS e Swaption	16.200	9,94%	-9.338	21,90%

## Di cui:

Strumento	Nozionale	in %	MTM	in %
2015	200	0,12%	18	-0,04%
2016	2.000	1,23%	-855	2,00%
2017	0	0,00%	0	0,00%
2018	2.500	1,53%	-1.772	4,15%

2019-2022	0	0,00%	0	0,00%
-----------	---	-------	---	-------

Tutto il resto dal 2023 al 2038

### Risk Transparency Movement (sostenitori degli approcci probabilistici per la trasparenza dei rischi finanziari)

- Dr. Alberto Aghemo – Fondazione Giacomo Matteotti – info@fondazionegiacomomatteottiroma.org  
 Dr. Giuseppe Amari – Fondazione Giuseppe Di Vittorio – g.amari@fov.cgil.it  
 Prof. Flavio Angelini – University of Perugia – flavio.angelini@unipg.it  
 Dr. Antonio Annibaldi – Dip. Memotef – Univ Sapienza Roma – antonio.annibaldi@uniroma1.it  
 Prof. Amedeo Argentiero – University of Perugia – amedeo.argentiero@gmail.com  
 Prof. Michele Bagella – Tor Vergata University, Rome – bagella@economia.uniroma2.it  
 Prof. Emilio Barone – LUISS, Rome – ebarone@luiss.it  
 Prof. Diana Barro – Ca' Foscari University Venice – d.barro@unive.it  
 Prof. Christopher Baum – Boston College – baum@bc.edu  
 Prof. Antonella Basso – Ca' Foscari University of Venice – basso@unive.it  
 Prof. Francesca Beccacece – Bocconi University, Milan – francesca.beccacece@unibocconi.it  
 Dr. Nicola Benini – ASSOFINANCE – nicolabenini@ifaconsulting.eu  
 Prof. Fred Espen Bentz – University of Oslo – fredb@math.uio.no  
 Dr. Daniele Bernardi – DIAMAN SCF – daniele@diaman.it  
 Dr. Franco Berti – B&B consulting – f.ber ti@bebconsulting.org  
 Prof. Mariaia Bertocchi – University of Bergamo – mariaia.bertocchi@unibg.it  
 Prof. Marco Bigelli – University of Bologna – marco.bigelli@unibo.it  
 Ing. Giuseppe Bivona – Independent – g.bivona@yahoo.it  
 Prof. Francesco Boichicchio – Studio Legale Boichicchio – studioboichicchio@legaleboichicchio.it  
 Dr. Salvatore Bragantini – Independent – sbragantini@gmail.com  
 Prof. Dr. Thilo Meyer-Brandis – University of Munich – t.meyer-brandis@web.de  
 Dr. Sandro Brunelli – University of Rome Tor Vergata – brunellisandro82@gmail.com  
 Dr. Susanna Camusso – CGIL – segreteria.camusso@cgil.it  
 Prof. Massimiliano Caporin – University of Padova – massimiliano.caporin@unipd.it  
 Dr. Antonio Castagna – Iason – antonio.castagna@iasonit.com  
 Prof. Rosella Castellano – University of Macerata – castellano@unimc.it  
 Prof. Filippo Cavazzuti – University of Bologna – filippo.cavazzuti@unibo.it  
 Prof. Stefano Cenni – University of Bologna – stefano.cenni@unibo.it  
 Avv. Massimo Cerniglia – Studio Legale Cerniglia – segreteria@studiogalecerniglia.it  
 Prof. Roy Cerqueti – University of Macerata – roy.cerqueti@unimc.it  
 Prof. Alain Chevalier – ESCP Europe – chevalierescp@gmail.com  
 Prof. Giuseppe Ciccarone – Sapienza University of Rome – giuseppe.ciccarone@uniroma1.it  
 Prof. Andrea Consiglio – University of Palermo – andrea.consiglio@unipa.it  
 Prof. Giorgio Consigli – University of Bergamo – giorgio.consigli@unibg.it  
 Prof. Cesare Conti – Bocconi University, Milan – cesare.conti@unibocconi.it  
 Prof. Francesco Corielli – Bocconi University, Milan – francesco.corielli@unibocconi.it  
 Prof. Janka Cvitanic – Caltech – cvitanic@hss.caltech.edu  
 Prof. Carlo D'Adda – University of Bologna – carlo.dadda@unibo.it  
 Avv. Roberto D'Atti – Ordine degli Avvocati di Roma – robertodatti@gmail.com  
 Prof. Rita Laura D'Ecclesia – Sapienza University, Rome – ritadec022@gmail.com  
 Prof. Giuseppe De Arcangelis – Sapienza University of Rome – giuseppe.dearcangelis@uniroma1.it  
 Prof. Giorgio Di Nardo – LUISS University – gog@luiss.it  
 Prof. Elvira Di Nardo – Università Basilicata, Potenza – elvira.dinardo@unibas.it
- Prof. Carlo Ambrogio Favero – Bocconi University, Milan – carlo.favero@unibocconi.it  
 Prof. Gino Favero – University of Parma – gino.favero@unipr.it  
 Prof. Riccardo Ferretti – Università di Modena e Reggio Emilia – riccardo.ferretti@unimore.it  
 Dr. Antonio Foglia – Independent – Afoglia@belgrave.com  
 Prof. Paolo Foschi – University of Bologna – paolo.foschi2@unibo.it  
 Prof. Maurizio Franzini – Sapienza University, Rome – maurizio.franzini@uniroma1.it  
 Prof. Marco Frittelli – Università degli Studi di Milano – marco.frittelli@unimi.it  
 Prof. Gianluca Fusai – Università del Piemonte Orientale – Fusai@eco.unipmn.it  
 Avv. Federico Gambini – aw.federicogambini@gmail.com  
 Prof. Gino Gandolfi – University of Parma – gino.gandolfi@unipr.it  
 Prof. Donald Geman – Johns Hopkins University – geman@jhu.edu  
 Prof. Helvete Geman – Birbeck University of London – h.geman@bbk.ac.uk  
 Prof. Emilio Girino – CUDIA Finance Department – girino@ghidini-associati.it  
 Prof. Martino Grasselli – Dipartimento di Matematica (University of Padova) and Finance Lab (Pole Universitaire Léonard De Vinci, Paris La Defense) – grassell@math.unipd.it  
 Prof. Giancarlo Giudici – Politecnico di Milano – giancarlo.giudici@polimi.it  
 Prof. Luigi Guiso – Einaudi Institute for Economics and Finance – guiso@tin.it  
 Prof. Riccardo Guiso – Ca' Foscari University of Venice – rguiso@unive.it  
 Prof. Marco Isopi – Sapienza University, Rome – isopi@mat.uniroma1.it  
 Avv. Raffaele Izzo – Studio Legale Valano-Izzo – r.izzo@valanoizzo.it  
 Prof. Stepheny Griffith Jones – Columbia University, NY – s.griffith-jones@ios.ac.uk  
 Prof. Markku Kallio – Aalto University School of Business – markku.kallio@aalto.fi  
 Prof. Vincent Kaminski – Rice University – vincent.kaminski@rice.edu  
 Prof. Burak Kazaz – Whitman School of Management, Syracuse University – bkazaz@syr.edu  
 Prof. Ruediger Kiesel – University Duisburg-Essen – ruediger.kiesel@uni-due.de  
 Dr. Miloš Kopa – Charles University Prague – kopa@karlin.mff.cuni.cz  
 Mr. Maurizio Landini – FIOCM CGIL – segreteria.generale@fiom.cgil.it  
 Sen. Elio Lannutti – ADUSBEF – eliolannutti@adusbef.it  
 Avv. Paola Leocani – White&Case – Leocani.paola@gmail.com  
 Prof. Daniele Maffei – University of Brescia – daniele.maffei@unibs.it  
 Dr. Marco Malgarini – ANVUR – Italy – malgarimco@gmail.com  
 Prof. Tasso Malliaris – Loyola University Chicago – tmallia@luc.edu  
 Prof. Raimondo Manca – Sapienza University of Rome – raimondo.manca@uniroma1.it  
 Prof. Maddalena Manzi – Ca' Foscari University of Venice – manzi.maddalena@gmail.com  
 Dr. Andrea Mariani – Pegaso Pension Fund – amariani@fondopegaso.it  
 Prof. Marco Marini – Sapienza University of Rome – marini@dis.uniroma1.it  
 Prof. Massimiliano Marzo – University of Bologna – massimiliano.marzo@unibo.it  
 Prof. Rainer Maserà – University "Guglielmo Marconi", Rome – r.maserà@unimarconi.it  
 Dr. Agostino Megale – FISAC-CGIL – amegale@fisac.it  
 Prof. Fabio Mercurio – New York University – fabiomerc@gmail.com  
 Dr. Federico Merola – Arpinge SPA – federicomerola@yahoo.it  
 Prof. Marcello Messori – LUISS, Rome – messori@luiss.it  
 Prof. Marco Minozzo – University of Verona – marco.minozzo@univr.it  
 Prof. Franco Molinari – Università di Trento – franco.molinari@unitn.it  
 Prof. John M. Mulvey – Princeton University – mulvey@princeton.edu

- Prof. Anna Torriero - Catholic University of Milan - anna.torriero@unicatt.it  
 Rosario Trefiletti - FEDERCONSUMATORI - rosario.trefiletti@federconsumatori.it  
 Prof. Tiziano Vargiolu - University of Padova - vargiolu@math.unipd.it  
 Prof. Emeritus Oldřich Alfons Vašíček - oldřich.vasicek@gmail.com  
 Prof. On. Elio Veltri - Democrazia e Legalità - elio.veltri2004@libero.it  
 Dr. Antonio Viotto - FINERGIA SRL MILANO ITALY - aviotto@finrisk.it  
 Prof. Vincenzo Visco - NENS - vincenzo.visco@nens.it  
 Prof. Gerhard-Wilhelm Weber - IAM, METU - gweber@metu.edu.tr  
 Prof. Rafal Weron - Wrocław University of Technology - rafal.weron@pwr.edu.pl  
 Prof. Zvi Wiener - The Hebrew University of Jerusalem - mswiener@mscc.huji.ac.il  
 Aw. Luca Zamagni - Axis Legal Network - zamagni@axis.it  
 Prof. Stefano Zamagni - University of Bologna - stefano.zamagni@unibo.it  
 Prof. Vera Negri Zamagni - University of Bologna - vera.negri@unibo.it  
 Prof. Luca Zamparelli - Sapienza University, Rome - luca.zamparelli@uniroma1.it  
 Prof. Stavros A. Zenios - University of Cyprus - zenios.stavros@ucy.ac.cy  
 Prof. Giovanni Zambruno - Università di Milano Bicocca - giovanni.zambruno@unimib.it  
 Dr. Paola Zerilli - University of York - paola.zerilli@york.ac.uk  
 Prof. Emeritus William Ziemba - London School of Economics - wtzim@mac.com  
 Prof. Constantin Zopounidis - Technical University of Crete - kostas@cpem.tuc.gr
- Prof. Marco Nicolosi - University of Perugia - marco.nicolosi@unipg.it  
 Prof. Salvatore Nistico - Sapienza University, Rome - salvatore.nistico@uniroma1.it  
 Prof. Marco Onado - Bocconi University, Milan - marco.onado@unibocconi.it  
 Prof. Sergio Ortobelli - University of Bergamo - sergio.ortobelli@unibg.it  
 Prof. Carmelo Pierpaolo Parello - Sapienza University, Rome - Carmelo.Parello@uniroma1.it  
 Prof. Lucia Visconti Parisio - University of Milan Bicocca - Lucia.parisio@unimib.it  
 Prof. Ugo Patroni Griffi - University of Bari - ugo@patronigriffi.com  
 Prof. Cristian Pelizzari - University of Brescia - cristian.pelizzari@unibs.it  
 Prof. Paolo Pellizzari - Ca' Foscari University of Venice - paolop@unive.it  
 Prof. Alessandro Penati - Università Cattolica di Milano - alessandro.penati@mac.com  
 Dr. Michele Pezzinga - Independent - mpezzinga@virgilio.it  
 Prof. Georg Pflug - University of Vienna - georg.pflug@univie.ac.at  
 Prof. Gustavo Piga - Tor Vergata University, Rome - g.piga@uniroma2.it  
 Prof. Roberto Poli - Studio Poli e Associati - Roberto.Poli@poli-associati.net  
 Prof. Thierry Post - Koc University Graduate School of Business - thierry.post@hotmail.com  
 Prof. Andrea Pradi - University of Trento - andrea.pradi@unitn.it  
 Prof. Svetozar Rachev - College of Business, Stony-Brook University - svetozar.rachev@stonybrook.edu  
 Prof. Marina Resta - University of Genova - resta@economia.unige.it  
 Dr. Nicoletta Rocchi - Osservatorio Finanza CGIL - n.rocchi@cgil.it  
 Prof. Andrea Roncoroni - ESSEC Business School (Paris - Singapore) - roncoroni@essec.edu  
 Dr. Emilio Roncoroni - Studio Associato Politema - politema@toi.it  
 Prof. Ehud I. Ronn - The University of Texas at Austin - eronn@mail.utexas.edu  
 Prof. Francesco Rossi - University of Verona - francesco.rossi@univr.it  
 Avv. Marco Rossi - Studio tributario e legale associato Rossi & Partners - marco.rossi@studiorp.it  
 Prof. Giulia Rotundo - Sapienza University, Rome - giulia.rotundo@uniroma1.it  
 Prof. Carlo Rovelli - Aix-Marseille University - rovelli@cpt.univ-mrs.fr  
 Prof. Wilfgang Runggaldier - University of Padova - runggald@math.unipd.it  
 Prof. Antonio Saitta - University of Messina - ansaitta@unime.it  
 Prof. Claudio Sardonì - Sapienza University of Rome - claudio.sardonì@uniroma1.it  
 Prof. Filippo Sartori - University of Trento - filippo.sartori@unitn.it  
 Prof. Pasquale Scaramozzino - SOAS, University of London - psb@soas.ac.uk  
 Dr. Alfonso Scarano - ASSOTAG - scaralfonso@gmail.com  
 Prof. Sergio Scariatti - Tor Vergata University Rome - sergio.scariatti@uniroma2.it  
 Dr. Paolo Sironi - IBM Risk Analytics - thepsironi@yahoo.it  
 Prof. Dr. Gerhard Speckbacher - Vienna University of Economics and Business - unternehmens.fuehrung@wu.ac.at  
 Prof. Jaap Spronk - RSM Erasmus University, Rotterdam - jspronk@rsm.nl  
 Prof. Silvana Stefani - University of Milano Bicocca - silvana.stefani@unimib.it  
 Prof. Giorgio Szego - Sapienza University of Rome - gsz.jbf@fastwebnet.it  
 Prof. Paola Musile Tanzi - University of Perugia - paola.musiletanzi@unipg.it  
 Prof. Roberto Tasca - University of Bologna - roberto.tasca@unibo.it  
 Prof. Pietro Terna - University of Torino, Italy - pietro.terna@unito.it  
 Prof. Luisa Tibiletti - University of Torino - luisa.tibiletti@unito.it  
 Prof. Tomáš Tichý - VSB-TU Ostrava - tomas.tichy@vsb.cz  
 Prof. Marco Tolotti - Ca' Foscari University of Venice - tolotti@unive.it  
 Prof. Giuseppe Torluccio - University of Bologna - giuseppe.torluccio@unibo.it

€ 6,80

*Stampato su carta riciclata ecologica*



\*17STC0010980\*