

**COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA  
SUL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO****RESOCONTO STENOGRAFICO**

27.

**SEDUTA DI MARTEDÌ 13 OTTOBRE 2020**PRESIDENZA DELLA PRESIDENTE **CARLA RUOCCO****INDICE**

	PAG.		PAG.
<b>Comunicazioni:</b>		<b>sull'operatività dell'Amministrazione Centrale dello Stato in strumenti finanziari derivati:</b>	
Ruocco Carla, <i>presidente</i> .....	3	Ruocco Carla, <i>presidente</i> .....	3, 9
<b>Sulla pubblicità dei lavori:</b>		Rivera Alessandro, <i>Direttore generale del Dipartimento del Tesoro</i> .....	4
Ruocco Carla, <i>presidente</i> .....	3	<i>ALLEGATO: Documento consegnato dal Dipartimento del tesoro</i> .....	10
<b>Audizione del Direttore generale del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'economia e delle finanze, Alessandro Rivera,</b>			

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DELLA PRESIDENTE  
CARLA RUOCCO

**La seduta comincia alle 12.10.**

#### **Comunicazioni.**

PRESIDENTE. Buongiorno a tutti. Ricordo che per ragioni di sicurezza sanitaria il foglio firme non verrà portato dall'assistente, ma lasciato a disposizione sul tavolino davanti al banco della Presidenza.

Comunico, altresì, che la Direzione generale del Tesoro, in vista dell'audizione che si terrà oggi in materia di strumenti finanziari derivati, ha trasmesso della documentazione in parte coperta da segreto. La parte non segretata di tale documentazione è stata trasmessa per *e-mail* ai commissari ed è comunque oggi in distribuzione. La documentazione completa comprensiva delle parti segretate è a disposizione dei commissari e degli altri soggetti autorizzati che potranno consultarla presso l'archivio della Commissione nei modi e con i limiti previsti dal Regolamento interno.

#### **Sulla pubblicità dei lavori.**

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche mediante l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso e la trasmissione in diretta sulla web-tv della Camera dei deputati.

**Audizione del Direttore generale del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'economia e delle finanze, Alessandro Rivera, sull'operatività dell'Amministra-**

**zione Centrale dello Stato in strumenti finanziari derivati.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'audizione del Direttore generale del Dipartimento del Tesoro e delle Finanze, dottore Alessandro Rivera, sull'operatività dell'Amministrazione Centrale dello Stato e strumenti finanziari derivati.

La Commissione, anche alla luce della recente pronuncia delle sezioni unite della Corte di cassazione, n. 8770 del 2020, intende approfondire il tema dell'operatività dell'Amministrazione Centrale dello Stato in strumenti finanziari derivati anche nella prospettiva di valutare le azioni poste in essere dagli intermediari con riferimento alle regole di comportamento e alla trasparenza informativa.

Con riferimento all'oggetto dell'odierna audizione, è stato chiesto al Direttore generale del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze, dottor Alessandro Rivera, di svolgere una relazione per singolo anno e per il primo semestre 2020 articolata nelle seguenti tematiche:

le strategie perseguite e le operazioni concluse nel singolo periodo di riferimento (specificando se si tratti di assunzione di nuove posizioni o rinegoziazione di posizioni assunte negli anni passati e avendo cura di illustrare in tale seconda ipotesi le caratteristiche delle operazioni ante-rinegoziazione) includendo, se è del caso, quelle antecedenti all'anno 2017;

la composizione degli strumenti finanziari derivati (suddividendoli tra le differenti tipologie di derivati utilizzate, lo *stock* iniziale e lo *stock* finale);

il nozionale e il *mark-to-market* dei singoli contratti derivati;

i flussi lordi e netti di cassa generati dai diversi strumenti derivati (evidenziando le varie commissioni applicate, ad esempio sedi di ristrutturazione, e le eventuali somme date o ricevute a titolo di *upfront*);

la struttura per scadenza dei singoli contratti e la durata residua degli stessi;

l'esposizione complessiva nei confronti di singole controparti;

la presenza o meno di controparti centrali;

la negoziabilità o meno su sedi di negoziazione (*trading venue* o OTC) dei vari contratti derivati;

l'eventuale manifestarsi di casi di chiusura anticipata (*early termination*) di uno o più contratti derivati dell'Amministrazione Centrale dello Stato e il valore di chiusura pagato alla o ricevuto dalla banca controparte; le ragioni della variazione del *mark-to-market* tra inizio e fine periodo nel portafoglio dei contratti derivati in essere a inizio periodo, avendo cura di distinguere tra ragioni riconducibili a sole dinamiche di mercato e ragioni legate all'eventuale verificarsi di particolari condizioni previste dal contratto o di modifiche contrattuali.

Invito, quindi, il dottor Rivera a svolgere la relazione in un tempo massimo di 40 minuti e seguirà poi il dibattito in Commissione.

Do la parola al dottor Rivera, ringraziandolo per la disponibilità manifestata a collaborare con la Commissione. Prego, dottor Rivera.

ALESSANDRO RIVERA, *Direttore generale del Dipartimento del Tesoro*. Signora presidente, onorevoli senatori e deputati, grazie di avermi concesso l'opportunità di illustrare qui oggi l'operatività recente e le strategie che il Tesoro persegue nella gestione del debito, anche attraverso l'uso di strumenti derivati.

Vorrei, in via preliminare, riassumere come si è arrivati all'attuale assetto regolatorio e di competenze, di processo, nella gestione dei derivati sia nell'Amministra-

zione Centrale che nelle amministrazioni locali.

La prima norma che ha autorizzato il Tesoro a impiegare derivati risale al 1984 ed era la legge finanziaria per il 1985 che dava la facoltà al Tesoro, tenendo conto delle condizioni di mercato, di ristrutturare debiti esteri; quindi stiamo parlando essenzialmente di operazioni di *swap* di cambio su prestiti in valuta. Successivamente, nel 1995, con un decreto del Ministro del Tesoro, è stata ampliata questa possibilità operativa, estendendola anche alla ristrutturazione di prestiti denominati in valuta domestica.

Questo ampliamento è poi stato ulteriormente sancito con una legge del 1996 che attribuiva al Ministro del Tesoro una più ampia facoltà di ristrutturare il debito pubblico interno ed estero, tenendo conto di condizioni di mercato e avvalendosi degli strumenti operativi utilizzati nella prassi sul mercato.

Nel 2002 è stato poi applicato il principio della separazione tra l'indirizzo politico e l'attività amministrativa. L'attività di derivati, che prima era responsabilità diretta del Ministro, viene delegata al Dipartimento del Tesoro.

La materia poi è stata successivamente riorganizzata in maniera compiuta e organica con il Testo Unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia del debito pubblico del 2003, che è la nostra principale cornice operativa quando operiamo per la gestione del debito. Il Testo Unico prevede che il Ministro emani annualmente un decreto cornice che consente al Tesoro di procedere alle emissioni indicate nel decreto stesso. Anche la composizione è indicata nello stesso decreto e anche lo stesso decreto abilita il Tesoro a effettuare altre operazioni, comprese quelle di ristrutturazione del debito interno ed estero anche attraverso derivati. L'utilizzo dei derivati da parte del Tesoro, quindi, deve essere necessariamente inquadrato nel più ampio ambito della gestione del debito pubblico, tenendo conto che c'è una complementarietà molto stretta tra la politica di emissione e l'uso degli strumenti derivati,

finalizzati alla gestione del rischio di tasso e di cambio.

Per quanto riguarda gli enti locali, la vicenda è diversa. Anzitutto, nel 1996 è stata data agli enti locali, per la prima volta, la possibilità di coprirsi dal rischio di cambio per prestiti in valuta. Successivamente la legge finanziaria per il 2002 ha ampliato la gamma degli strumenti di gestione del debito di cui potevano avvalersi gli enti locali, ammettendo tipologie di derivato semplici che fossero coerenti con una gestione del debito finalizzata alla protezione dei rischi finanziari e al contenimento del costo.

Successivamente ci sono stati ulteriori interventi normativi anche in materia di trasparenza, perché si è avuta una progressiva evidenza che questi limiti dettati dalla legge non fossero stati applicati con la necessaria prudenza e consapevolezza. Si è arrivati, a mano a mano che questo fenomeno ha acquisito maggiore evidenza, fino al 2008, quando è stata disposta una sospensione temporanea dell'attività in derivati. Questa sospensione temporanea è poi diventata definitiva nel 2014.

Al momento attuale le regioni e gli enti locali possono soltanto o estinguere anticipatamente i contratti derivati in essere oppure riassegnare gli stessi contratti a controparti diverse, la cosiddetta « novazione soggettiva », ferme le caratteristiche del derivato. Possono ristrutturare i derivati soltanto nel caso in cui ci sia una modifica nella passività, che è collegata al derivato, con operazioni prive di componenti opzionali e acquistare protezioni dal rialzo di tasso soltanto nella forma di acquisto di un'opzione *cap*.

Veniamo adesso alla gestione delle passività e del rischio di tasso di interesse da parte del Tesoro nel periodo 2017-2020, come da richiesta per l'audizione odierna. Noi abbiamo continuato in questo periodo con le operazioni di ristrutturazione e di chiusura di posizioni esistenti con obiettivi di allungare la *duration* complessiva del nostro debito, quindi inclusiva della componente derivata, e perseguire dei benefici di ordine finanziario e di riduzione del debito anche da un punto di vista pretta-

mente contabile. Faccio alcune precisazioni in apertura, prima di entrare nel dettaglio dell'operatività anno per anno. Gli strumenti derivati in essere non sono negoziabili e regolamentati sul mercato; sono strumenti *over the counter* (OTC). Il Tesoro non aderisce a una controparte centrale, ma ha adottato un altro strumento di mitigazione del rischio di controparte di cui parlerò, che è quello della sottoscrizione di contratti di garanzia bilaterali. Nel periodo in esame, 2017-2020, non si sono verificati casi di chiusura anticipata, cosiddetta *early termination*, quindi le variazioni che conoscete, perché sono pubbliche, del *mark-to-market* sono dovute alle dinamiche di mercato, al cambiamento del valore di mercato dei derivati e ai flussi di pagamenti che i derivati stessi contemplanò.

Veniamo alle singole operazioni. Nel 2017 si è intervenuti su una *receiver swaption*, che era in scadenza il 17 marzo di quell'anno. Questa *receiver swaption* aveva la caratteristica di poter essere liquidata per cassa al momento stesso del suo esercizio; quindi c'era una clausola di *early termination* che poteva essere esercitata. Il nozionale era pari a 2 miliardi di euro, il tasso fisso che il Tesoro avrebbe pagato per lo *swap* sarebbe stato del 3,79 per cento e ricevuto il variabile Euribor; quindi è evidente che il valore di mercato di quello *swap* sarebbe stato fortemente negativo per il Tesoro. Il nozionale è 2 miliardi; la cifra è determinata in funzione di quel nozionale. La controparte avrebbe avuto la possibilità di avere un *early termination*, quindi un pagamento per cassa del valore di mercato dello *swap*. Qui si è intervenuti con una ristrutturazione che ha comportato anzitutto la novazione. Si è discusso con la controparte sulla possibilità di ristrutturare questa posizione e, non trovando un accordo per noi soddisfacente, si è optato per la novazione, quindi il cambiamento della controparte, che è subentrata negli obblighi di quella uscente (subentrata ovviamente con le modifiche che noi abbiamo chiesto e ottenuto nel corso della negoziazione). Lo *strike* è stato rimodulato, la scadenza della *swaption* è stata spostata di tre anni, al 17 marzo del 2020, quindi

novazione e spostamento della scadenza. Il valore dell'opzione ristrutturata comportava un differenziale di premio a sfavore del Tesoro, perché l'opzione nuova aveva delle caratteristiche più favorevoli per il Tesoro. Questo comportava un differenziale di premio che il Tesoro ha pagato in quattro rate, dal marzo 2017 al marzo 2020, corrispondenti a questa differenza di premio. Questa soluzione, mediante il postponimento dell'esercizio della *swaption*, ha consentito di ridurre l'impatto sul bilancio dello Stato per il 2017 che sarebbe derivato dal suo *early termination* e la liquidazione per cassa del *mark-to-market*. I pagamenti che sono stati effettuati in quattro rate, come dicevo, dal marzo 2017 al marzo 2020, erano comunque già presenti nel bilancio di pagamenti per interessi del Tesoro perché erano associati al *cash flow* del derivato che c'era prima della ristrutturazione. È stata, infine, ristrutturata anche la clausola bilaterale di estinzione anticipata del contratto che non era più possibile alla data di esercizio dell'opzione come nel precedente contratto ma è stata spostata in avanti di cinque anni; quindi la prima data utile per l'esercizio della clausola di estinzione anticipata è al 2025. L'eliminazione completa della clausola di estinzione anticipata avrebbe comportato dei costi molto alti. Quella differenza di premio di cui ho parlato prima sarebbe stata molto più elevata e il Tesoro non ha ritenuto di perseguire questa strada, anche perché queste clausole di *early termination*, le poche residue ancora presenti nei contratti, potranno essere gestite anche tramite quei contratti di garanzia bilaterale di cui parlerò più avanti.

La seconda ristrutturazione nel 2017 ha riguardato un *interest rate swap*, che era nato nel 2016 dall'esercizio di un'opzione nozionale di 1,5 miliardi di euro a scadenza 2046, tasso fisso che pagava il Tesoro, 4,3 per cento, ricevendo un Euribor a sei mesi. Questo è stato scomposto in due *swap*. Un primo *swap*, con partenza 2017 e scadenza 2022, con una riduzione del tasso pagato dal Tesoro dal 4,3 al 3 per cento. Questo ha permesso di ridurre il fabbisogno e la spesa per interessi di circa 20 milioni all'anno

per tutta la durata di questo *swap*. Poi un secondo *swap* con delle caratteristiche particolari, con partenza posposta al giugno del 2022 e scadenza al 2046 come l'originaria posizione ristrutturata. Questa è caratterizzata da un meccanismo di *reset* del tasso fisso che il Tesoro paga. Il tasso sostanzialmente viene progressivamente tenuto in linea con il tasso di mercato. Al momento dell'esecuzione della ristrutturazione il tasso è determinato al primo tasso fisso rilevato sul mercato, che era 1,88, ma viene comunque ridefinito con periodicità trimestrale; ogni tre mesi le parti annullano il valore dell'opzione scambiandosi il valore di mercato. In questo modo, con questa struttura particolare che comunque assicura la protezione dal rialzo dei tassi, che è l'obiettivo del tesoro, si contiene il rischio di controparte, il rischio di credito. Con questo tipo di struttura è come se si simulasse la prestazione di *collateral*. A corollario della trasformazione dello *swap* nelle due componenti, il Tesoro si è anche impegnato a pagare delle quote trimestrali che, anche in questo caso, vanno a corrispondere alla differenza di fervelio fra la posizione di partenza e le due posizioni che sono nate dalla ristrutturazione. Questa operazione ha comportato la possibilità di avere una riduzione del debito pubblico per un effetto contabile determinato dalla ristrutturazione. Oltre a questo, il beneficio rilevante di questa operazione di ristrutturazione è che la controparte si è impegnata a non avvalersi di una clausola di *early termination* che era attiva su un'altra posizione. Questa aveva scadenza 2018 ed è stata eliminata con regolazione degli impatti dell'eliminazione della clausola su merito di credito e costo di *funding* della controparte, che sono stati liquidati anche per chiudere quest'altra posizione.

Passo al 2018. Anzitutto siamo intervenuti su una *receiver swaption* che aveva scadenza al 12 aprile del 2018, che era già stata spostata in avanti e che avrebbe generato uno *swap* a sette anni con un tasso annuo del 4,5 per cento su un nozionale di 3,5 miliardi da pagare da parte del Tesoro, ricevendo l'Euribor a sei mesi. Con questa ristrutturazione, con la stessa controparte

e stesso nozionale, abbiamo spostato in avanti di sei mesi la partenza dell'*interest rate swap* e lo abbiamo leggermente rivisto nel tasso abbassandolo. In questa operazione – questa è una cosa rilevante – abbiamo inserito un accordo di garanzia bilaterale che ha permesso di mantenere più basso il tasso fisso da pagare da parte del Tesoro, proprio perché il rischio di credito della controparte è stato ridotto dal Tesoro sottoscrivendo questo accordo di garanzia bilaterale. Questa ristrutturazione ha consentito al Tesoro di beneficiare di un allungamento della *duration* del debito, perché lo *swap* ha una durata più lunga di un anno, e anche una lieve riduzione della spesa per interessi.

Passando al 2019, il progetto più rilevante per il Tesoro è stato il ritorno al mercato del dollaro con un programma di *global bond*. Questo è stato possibile grazie alla possibilità di sottoscrivere contratti di garanzia bilaterale a cui ho più volte accennato e di cui parlerò in chiusura. Con questo meccanismo di garanzia bilaterale è possibile ridurre fortemente i costi di esecuzione dei *cross-currency swap*, che sono strettamente necessari per contenere l'esposizione al rischio di cambio. Con questi *cross-currency swap*, ripeto, è stato possibile poi tornare sul mercato del dollaro; nelle emissioni che il Tesoro ha effettuato nel corso del 2019 sono stati fatti *global bond* a cinque anni, a dieci anni e a trenta anni: queste emissioni sono state tutte coperte con *cross-currency swap*. Il *global bond* a cinque anni con un unico *cross-currency swap*. Ovviamente i tassi matchano i tassi pagati dal Tesoro sul *global bond*. L'effetto è proteggersi rispetto al rischio di cambio e quindi anche rispetto all'adempimento delle obbligazioni di restituire dollari alla scadenza dei contratti di finanziamento ma anche riportare il tasso complessivo dell'operazione in linea con quella che è la medesima operazione in euro. Il *bond* decennale è stato coperto anche tramite un *cross-currency swap* effettuato con un'unica controparte mentre per il *bond* a trenta anni sono state individuate due diverse controparti e la copertura è stata fatta con quattro *cross-currency swap*. Nella

relazione trovate le caratteristiche di ognuno. Il *cross-currency swap* è stato anche sottoscritto nel caso delle emissioni in yen, con le stesse caratteristiche e modalità utilizzate per il *global bond* in dollari.

Per quanto riguarda le ristrutturazioni, nel 2019 il Tesoro ha anche effettuato una ristrutturazione di due posizioni con la stessa controparte. Il primo *swap*, che era stato generato da una *payer swaption*, aveva un *mark-to-market* positivo per il Tesoro; il secondo, invece, aveva un *mark-to-market* negativo. Abbiamo ritenuto utile chiudere entrambe le posizioni e abbiamo incassato la differenza tra i due *mark-to-market*, che era positiva per il Tesoro. A seguito di questa operazione il nozionale totale del portafoglio derivati del Tesoro si è ridotto di circa 3,21 miliardi. La *duration* è rimasta sostanzialmente invariata e abbiamo avuto dei vantaggi in termini di spesa per interessi.

Nel 2020, primo semestre, non sono state eseguite nuove operazioni in derivati, ma abbiamo eseguito questa operazione di predisposizione di accordi di collateralizzazione per la gestione delle attività in derivati. Ne ho parlato diverse volte, questo è un cambiamento rilevante. Ci siamo impegnati, nell'ambito del contratto quadro *ISDA Master Agreement*, a predisporre un allegato conforme agli standard di mercato ma con degli adattamenti su cui ha lavorato la Direzione del Debito Pubblico. Il contratto resta disciplinato dalla legge italiana in coerenza con il diritto che già regola l'*ISDA Master Agreement* della Repubblica Italiana. Abbiamo dovuto adattare e quindi definire un *Credit Support Annex* non standard. La principale caratteristica che è stata introdotta nell'interesse del Tesoro è l'indicazione di date di marginazione che sono fissate al 4 e al 19 di ogni mese; quindi il 4 e il 19 di ogni mese si procede al calcolo delle rispettive posizioni e al versamento del delta di *collateral* a fronte del *mark-to-market* che viene calcolato in quelle date. L'importo minimo del margine di garanzia è fissato a 10 milioni di euro e l'arrotondamento è fissato in 100 mila euro. Per gestire questi accordi di collateralizzazione abbiamo stanziato le ri-

sorse necessarie in un capitolo di spesa denominato « Oneri derivanti dalle operazioni su garanzia da esposizione su derivati », che è stato istituito con la legge di bilancio per il 2019. I *Credit Support Annex* sono stati gestiti in maniera diversa a seconda che fossero riferiti alle posizioni pregresse ovvero alle nuove operazioni. Ovviamente la collateralizzazione dell'intero *mark-to-market* delle posizioni pregresse non era fattibile e non è fattibile perché l'ammontare del *mark-to-market* lo conoscete, è molto rilevante. Si è ipotizzato un meccanismo di progressiva costituzione di *collateral* a fronte di queste posizioni. Anzitutto è stata individuata una soglia di esposizione per singola controparte rilevante oltre la quale è possibile accedere a questo tipo di negoziato con il Tesoro. Dopodiché si è definita una struttura che, rispetto al *mark-to-market* della posizione su cui è esposto il Tesoro, determina una percentuale massima di *mark-to-market* che può essere coperto da garanzia. C'è una soglia oltre la quale non c'è la garanzia. Questa soglia decresce progressivamente e quindi progressivamente nel tempo la quota dell'esposizione che può essere assoggettata a collateralizzazione aumenta. Parallelamente, è definito un importo massimo del *collateral* da versare e questo importo massimo è progressivamente crescente. L'incrocio di questa soglia e dell'importo massimo del *collateral* porta in maniera progressiva, nel corso del tempo, a costituire un ammontare di *collateral* versato che si avvicina a quello del *fair value* complessivo, lungo un lasso di tempo piuttosto prolungato. A fronte di questi negoziati, le controparti devono riconoscere al Tesoro dei benefici perché in funzione della quantità di *collateral* che viene postato dal Tesoro si riduce il rischio di controparte e questo è quantificabile e deve essere riconosciuto al Tesoro come beneficio. Per quanto riguarda i nuovi contratti, si parte con la collateralizzazione piena quindi, con le date di marginazione che ho detto, verrà calcolato il fervelio e il Tesoro e la controparte sono obbligati a versarsi reciprocamente il *collateral* in funzione dell'andamento del valore di mercato del derivato.

Chiuderei con alcune considerazioni sulla strategia di comunicazione e informazione da parte del Tesoro. Le informazioni presenti sul sito del debito pubblico sono numerose e si sono molto arricchite nel corso degli anni. La composizione del debito, con e senza l'effetto degli *swap* di cambio, è un'informazione che è presente da molti anni ma dal terzo trimestre del 2017 è possibile avere un'evidenza, nella sezione dedicata ai dati statistici, di una grande varietà di informazioni sul portafoglio in essere ripartito per classe di strumenti: *interest rate swap*, *cross-currency swap*, *swaption* e anche le finalità di utilizzo. Si trova il nozionale, il valore di mercato riferito a tutte le tipologie di strumenti. Poi dal 2015 viene redatto il rapporto sul debito pubblico e in esso si dà dettaglio delle attività svolte durante l'anno, compresa la rendicontazione dell'attività di gestione delle passività e quindi l'uso dei derivati. Per quanto riguarda i documenti di finanza pubblica, le previsioni su interessi sul debito includono sempre la stima dei flussi da pagare per le operazioni in derivati e, nella seconda parte, nelle sezioni dedicate ai conti consolidati di cassa, di consuntivo e previsionali del settore statale, il Def specifica l'impatto finanziario delle operazioni in derivati.

Credo sia utile a questo proposito citare un recente *paper* della Banca d'Italia, « *Don't look back in anger: l'utilizzo dei derivati nella gestione del pubblico italiano* », dove si dà conto del fatto che il livello di granularità e di completezza delle informazioni che il Tesoro fornisce sull'attività in derivati si colloca ai vertici di completezza a livello globale. Di ventiquattro Paesi che insieme all'Italia dichiarano di far ricorso a strumenti derivati, undici non pubblicano nessun dato in merito al portafoglio, dieci Paesi pubblicano informazioni parziali e soltanto tre Paesi, l'Italia, la Danimarca e l'Irlanda, pubblicano dati che si possono ritenere completi.

In questa illustrazione non ho dato i dettagli quantitativi specifici, nella convocazione voi avete chiesto delle tabelle che sono state anch'esse mandate e anche quelle contengono i dettagli sul singolo contratto.

Io sono disponibile a dare lettura delle tabelle che contengono tutti i numeri che avete chiesto ovvero posso rispondere a domande e chiarimenti se, avendole lette, i senatori e deputati hanno degli elementi ancora da chiarire.

PRESIDENTE. Dato che il direttore Rivera dovrà anche esporre una parte segretata, propongo che la Commissione si riunisca in seduta segreta.

*(La Commissione concorda. I lavori proseguono in seduta segreta indi riprendono in seduta pubblica).*

PRESIDENTE. Ringraziando il dott. Rivera, dispongo che la documentazione sia allegata al resoconto stenografico della seduta odierna.

Dichiaro conclusa l'audizione.

**La seduta termina alle 13.35.**

---

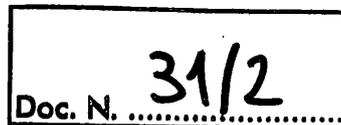
---

*Licenziato per la stampa  
il 2 febbraio 2021*

---

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO



**RELAZIONE DEL DIRETTORE GENERALE DEL TESORO IN AUDIZIONE PRESSO LA  
COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA SUL SISTEMA BANCARIO E  
FINANZIARIO PER APPROFONDIRE L'OPERATIVITÀ DELL'AMMINISTRAZIONE  
CENTRALE DELLO STATO IN STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI  
(13 OTTOBRE 2020)**

**Introduzione**

Preliminarmente vengono svolte in modo molto sintetico alcune considerazioni circa l'assetto di regolamentazione e autorizzazione che informa l'attività in derivati a livello di Amministrazione Centrale rispetto alle Amministrazioni Locali.

La prima norma che ha autorizzato l'impiego di strumenti derivati nella gestione del debito pubblico è stata la legge finanziaria per il 1985 (legge 22/12/1984 n. 887), che all'art. 8 prevedeva la facoltà del Ministro del Tesoro, tenuto conto delle condizioni di mercato, di ristrutturare<sup>1</sup> i propri debiti esteri. Con riferimento a questa norma furono poste in essere operazioni di *swap* di cambio per prestiti denominati in valuta estera.

Con decreto del Ministero del Tesoro del 10/11/1995, vengono dettate norme più specifiche riguardanti l'uso dei derivati, citando in particolare gli *swap* ed estendendo tale operatività anche alla ristrutturazione di prestiti denominati in valuta domestica. Tali operazioni, sulla base delle informazioni disponibili e dell'evoluzione prevista delle condizioni di mercato, dovevano avere come principale obiettivo la minimizzazione del costo del debito e potevano essere stipulate solo con istituti finanziari di elevata affidabilità, facendo a tal fine riferimento alle principali agenzie di rating.

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

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

<sup>1</sup> Nella normativa di riferimento con il termine ristrutturazione non si intende la possibilità di modificare unilateralmente le condizioni contrattuali del debito emesso bensì ci si riferisce alla facoltà di associare al debito esistente degli strumenti finanziari derivati che permettano sinteticamente di trasformarne i flussi finanziari connessi al debito originario – che rimane comunque inalterato – e quindi l'esposizione ai diversi rischi a cui l'emittente è sottoposto.

venne delegata al Dipartimento del Tesoro; il Direttore della Direzione II procedeva alla stipula degli accordi stessi ed il Direttore Generale del Tesoro alla loro approvazione. Allo stesso modo era delegata la stipula dei contratti-quadro ISDA Master Agreement. Di tali operazioni era data comunicazione al Gabinetto del Ministro.

La materia fu organicamente riordinata nel Testo Unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico di cui al D.P.R. 398/2003, con il quale è tuttora previsto che il Ministro dell'Economia e delle Finanze emani annualmente dei decreti cornice che consentano al Dipartimento del Tesoro di procedere alle forme di emissione in essi previste, con determinati limiti di composizione, e ad effettuare altre operazioni, comprese quelle di ristrutturazione del debito interno ed estero. Il decreto cornice viene rinnovato annualmente e rappresenta la fonte normativa in base alla quale il Dipartimento del Tesoro è delegato alla gestione del debito pubblico, nel rispetto delle indicazioni strategiche ivi contenute.

L'utilizzo dei derivati da parte del Tesoro deve essere quindi inquadrato nell'ambito più ampio della gestione del debito pubblico, tenendo conto della complementarità alla politica di emissione degli strumenti derivati, con specifico riferimento ai rischi di tasso e di cambio.

Anche per quanto riguarda l'utilizzo degli strumenti derivati nell'ambito della gestione del debito di regioni ed enti locali, le prime disposizioni, emanate nel 1996, riguardavano la copertura del rischio di cambio dei prestiti obbligazionari denominati in valuta estera.

In attuazione dell'articolo 41 della legge finanziaria per il 2002, che ha introdotto la possibilità per gli enti territoriali di ampliare la gamma di strumenti di gestione del debito, il D.M. n.389 del 2003 ha individuato, tra l'altro, le tipologie di strumenti derivati consentiti, ammettendo soltanto quelle più semplici, ritenuti coerenti con una strategia di gestione del debito mirata alla protezione dai rischi finanziari o al contenimento del costo del debito.

Tuttavia, la percezione che il quadro normativo non fosse stato applicato con la prudenza e la consapevolezza necessarie, ha portato negli anni seguenti a nuovi interventi normativi volti a introdurre una maggiore trasparenza nella stipula dei contratti derivati e una maggiore consapevolezza circa i potenziali impatti di tali strumenti sul bilancio degli enti.

A partire dal 25 giugno 2008, è stata disposta una sospensione temporanea all'attività in derivati di regioni ed enti locali, ai sensi del decreto-legge n. 112 del 2008. Alla luce della situazione congiunturale di elevata volatilità dei parametri di mercato, tale sospensione è stata resa definitiva in

occasione della legge di stabilità per il 2014, che ha sancito il definitivo divieto di stipulare contratti derivati. Attualmente regioni ed enti locali possono solo estinguere anticipatamente i contratti derivati, riassegnare i medesimi contratti a controparti diverse dalle originarie (cosiddette “novazioni soggettive”) senza modificarne i termini e le condizioni finanziarie, ristrutturare i contratti derivati a seguito di modifica della passività sottostante, esclusivamente nella forma di operazioni prive di componenti opzionali, e acquistare protezione dal rialzo dei tassi (opzione *cap*) su mutui stipulati a tasso variabile.

#### **1. Attività di gestione delle passività e del rischio di tasso d’interesse e di cambio nel periodo 2017-2020**

Nell’ambito della gestione delle passività del periodo in esame, il Tesoro ha continuato la sua attività orientata principalmente alla ristrutturazione o alla chiusura di posizioni esistenti in strumenti finanziari derivati mantenendo l’obiettivo, perseguito già da diversi anni, di allungare la *duration* del debito complessivo, inclusivo delle operazioni in derivati e di ottenere eventuali benefici dal punto di vista finanziario e/o di debito, almeno quello contabile.

Prima di passare alla disamina dell’operatività anno per anno, con riferimento alle informazioni richieste, è opportuno specificare che:

- Le tipologie di strumenti derivati in essere nel portafoglio del Tesoro non sono negoziabili su mercati regolamentati, bensì sono trattati sul mercato *over the counter* (OTC);
- Il Tesoro non ha aderito ad alcuna controparte centrale, bensì ha stipulato contratti di garanzia bilaterali, come illustrato al paragrafo 2 della presente relazione;
- Nel periodo in esame non si è verificato alcun caso di chiusura anticipata (*early termination*); pertanto le ragioni della variazione del valore di mercato (*mark-to-market*) del portafoglio di strumenti derivati del Tesoro sono riconducibili alle sole dinamiche di mercato, fatte salve le ristrutturazioni descritte in questo paragrafo e al netto dei flussi d’interesse via via regolati.

**Anno 2017**

Nel corso dell'anno 2017, si è intervenuti su una *receiver swaption*<sup>2</sup> con scadenza 17 marzo 2017. Questa opzione, collegata a un *cross currency swap* a copertura di un'emissione da 100 miliardi di Yen<sup>3</sup>, già oggetto di passate ristrutturazioni, in caso di esercizio avrebbe originato uno *swap*, di durata trentennale (24 marzo 2017 - 24 marzo 2047), con nozionale pari a 2 miliardi di euro, sul quale il Tesoro avrebbe pagato annualmente il tasso fisso del 3,795% e ricevuto il tasso variabile *Euribor* 6 mesi. Su quest'ultimo gravava una clausola di chiusura anticipata bilaterale (*Early Termination Option - ETO*), esercitabile ogni 10 anni, con primo esercizio il 24 marzo 2017 in coincidenza proprio con la scadenza dell'opzione.

Nel marzo 2017 la controparte *swap* (Banca 10 negli allegati) aveva, quindi, il diritto di esercitare l'opzione e un istante dopo esigere l'estinzione anticipata dell'*interest rate swap* appena generato, incassandone così il valore di mercato. In generale, l'esercizio di un'opzione *receiver* da parte dell'acquirente risulta conveniente se e solo se, alla data pattuita, il tasso prevalente di mercato di medesima scadenza risulti più basso di quello a ricevere nello *swap*. Visto il livello estremamente contenuto del tasso *swap* a 30 anni di mercato, l'esercizio era praticamente certo e avrebbe comportato un considerevole esborso in un'unica soluzione per le casse del Stato, **OMISSIS**

In ogni caso, anche qualora la banca avesse deciso di non chiudere anticipatamente l'*interest rate swap*, l'applicazione dello schema contabile armonizzato europeo SEC 2010 (Il nuovo sistema europeo dei conti nazionali e regionali), avrebbe comunque generato un debito contabile di pari importo derivante dal valore negativo del *mark-to-market* dell'IRS al momento dell'esercizio dell'opzione, in ragione dei flussi futuri. Pertanto, per diversi mesi prima della data di esercizio si è discusso con la banca in questione (Banca 10) per trovare una valida ed efficiente soluzione alternativa, volta essenzialmente a posporre l'esercizio dell'opzione e della clausola.

Poiché le proposte discusse con la controparte non hanno portato a un accordo soddisfacente per entrambe le parti, si è esplorata la possibilità, andata a buon fine, di assegnare l'opzione a una nuova banca (Banca 18), che in passato si era resa disponibile a subentrare ad altre banche nelle operazioni in strumenti derivati con il Tesoro.

---

<sup>2</sup> Una *swaption* è un'opzione finanziaria su tassi di interesse che conferisce al detentore la facoltà, ma non l'obbligo, di entrare in un contratto di *interest rate swap* a una data futura (*swaption* europea). In una *receiver swaption* il detentore acquisisce il diritto di stipulare un IRS in cui riceve il tasso fisso e paga il tasso variabile: nel contratto di opzione sono definite a priori le caratteristiche dello *swap* sottostante.

<sup>3</sup> Cfr. Appendice (B) "Strategia perseguita per le operazioni di copertura del tasso di cambio dei titoli in valuta estera anno 2006 e seguenti"

In particolare, si è intervenuti compiendo tre azioni in successione: in primis, la controparte originaria ha ridotto lo *strike* della *swaption* di 5,5 punti base, dal 3,795% al 3,74%, a fronte dell'assegnazione del nuovo derivato all'altra controparte; tale novazione soggettiva ha rappresentato il secondo intervento compiuto in ordine di tempo, ma strettamente legato al precedente. Infine, l'opzione con il nuovo *strike* è stata rimodulata con la nuova banca posponendo la scadenza dell'opzione stessa di tre anni, dal 17 marzo 2017 al 17 marzo 2020, fissando il tasso *strike* definitivo al 3,805% e mantenendo la durata trentennale dello *swap* sottostante.

In generale, la ristrutturazione di un'opzione può essere vista come il riacquisto dell'opzione in essere e la vendita di una nuova, lasciando immutato il valore di mercato a meno dei costi di esecuzione della transazione; nel caso concreto il premio per il riacquisto della vecchia da parte del Tesoro risultava superiore rispetto a quello prodotto dalla vendita della nuova, per cui è stato necessario definire una rateizzazione del differenziale di premio. Infatti nel prezzo della nuova opzione si sono dovute includere anche le componenti di *Credit Value Adjustment*<sup>4</sup> e di *Funding Value Adjustment*<sup>5</sup> ( 0MISSIS Si è infatti passati da una opzione/*swap* la cui componente creditizia e di *funding* era nulla per effetto della clausola di *Early Termination* (con primo esercizio coincidente con la data di esercizio dell'opzione) ad una nuova transazione in cui l'esposizione di credito e di *funding* è salita. La struttura è stata, quindi, completata con quattro rate da 0MISSIS\$ che il Tesoro ha pagato annualmente dal marzo 2017 al marzo 2020, corrispondenti al valore annuo che il Tesoro avrebbe dovuto pagare come spesa interessi ante ristrutturazione dell'opzione, nel caso in cui fosse stato dato corso allo *swap* sottostante.

La soluzione così delineata, mediante il posponimento dell'esercizio della *swaption*, ha consentito di ridurre in modo netto l'impatto sul bilancio dello Stato per l'anno 2017: è stato effettuato un versamento a favore della banca per 0MISSIS\$ corrispondenti alla prima delle 4 rate; i 0MISSIS\$ tra l'altro erano già preventivati nel bilancio per quell'anno in quanto associati ai cash flow del derivato ante ristrutturazione. In caso di non intervento, invece, l'esborso stimato sarebbe stato pari a 1,2 miliardi di euro corrispondente al valore atteso di mercato dello *swap* sottostante al

---

<sup>4</sup> Il *credit valuation adjustment* (CVA) è un indice che misura le rettifiche da apportare al *mark-to-market* di un derivato per tenere in considerazione il valore della componente creditizia. Serve a quantificare il rischio di credito di una controparte in una transazione, da incorporare nel prezzo della stessa.

<sup>5</sup> Il *funding value adjustment* (FVA) è la correzione da apportare al *mark-to-market* del derivato per tenere in considerazione il costo del *funding*/liquidità ad esso connesso. Serve a quantificare il costo sostenuto per disporre di denaro preso o dato in prestito al fine di postare/ricevere collaterale e di pagare/incassare gli interessi sul medesimo.

momento dell'esercizio. Inoltre, è stata ritardata di tre anni l'entrata nell'*interest rate swap*, che era fuori mercato avendo un valore negativo al momento della ristrutturazione, ma che sarebbe potuto risultare nel 2020 più vicino alle condizioni correnti di mercato.

Inoltre, è stata anche ristrutturata la clausola bilaterale di estinzione anticipata del contratto, che attribuisce ad entrambe le parti la facoltà di cancellare lo *swap* a date predefinite e di regolarne il suo valore di mercato. La ristrutturazione è consistita nella revisione di tali date

OMISSIS

Il

mantenimento della clausola, benché differita di almeno 8 anni, ha infatti permesso di contenere i costi di esecuzione in capo al Tesoro: infatti, a differenza della posizione originaria, in cui l'esposizione complessiva della controparte bancaria nei confronti del Tesoro si sarebbe annullata al momento dell'esercizio dell'opzione, grazie alla facoltà di risolvere anticipatamente il contratto al momento di entrata in esercizio dell'IRS, nella nuova opzione il *Credit Value Adjustment (CVA)* richiesto dalla banca per uno *swap* trentennale con tasso fuori mercato sarebbe stato elevatissimo e verosimilmente avrebbe reso la transazione non eseguibile.

L'inserimento, invece, dell'opzione di *Early Termination*, ristrutturata ha permesso l'esecuzione della terza fase fissando lo *strike* poco sopra l'esistente per tenere conto appunto dell'incremento del CVA.

Di seguito una tabella/schema che riassume quanto precedentemente descritto.

	Ante Ristrutturazione	Post Ristrutturazione
Strumento	Swaption	Swaption
Nozionale (EUR)	2 bn	2bn
Controparte	Banca 10	Banca 18
Data di esercizio	17/03/2017	17/03/2020
Decorrenza	24/03/2017	24/03/2020
Data di scadenza	24/03/2047	24/03/2050
Tesoro paga	3.795%	3.805%
Tesoro riceve	Euribor 6m	Euribor 6m
Date di chiusura anticipata (ETO)	OMISSIS	
Annuity		
	75 milioni di euro annui dal 17/3/2017 al 17/3/2020	

Una seconda ristrutturazione eseguita nel 2017, ha riguardato un *interest rate swap*, nato nel 2016 dall'esercizio di una opzione, con nozionale da 1,5 miliardi di euro e scadenza nel 2046, in cui

il Tesoro pagava un tasso fisso del 4,317% e riceveva Euribor 6 mesi e che vedeva la Banca 9 come controparte.

È stata individuata una soluzione che ha permesso di agire sullo *swap* originario scomponendolo in due nuovi *swap*, concordando inoltre il pagamento graduale ma parziale del suo *mark-to-market* a partire dal 2018 e per i successivi quattro anni.

In particolare nel primo nuovo *swap*, da 1,5 miliardi di nozionale, con partenza novembre 2017 e scadenza giugno 2022, il tasso fisso a pagare per il Tesoro è stato ridotto di circa 130 punti base rispetto a quello dello *swap* originario - dal 4,317% al 3% - diminuendo così l'impatto della componente spesa per interessi sul fabbisogno di circa 20 milioni annui (tale *swap* è stato pensato come copertura puntuale della parte variabile del CCT giugno 2022, con flussi d'interesse sulle medesime date).

Il secondo *swap*, con partenza posposta al giugno 2022 (coincidente con il termine del primo *swap*) e scadenza fissata al dicembre 2046, è caratterizzato da un meccanismo di *reset* del tasso fisso a pagare per il Tesoro. Al momento dell'esecuzione della ristrutturazione è stato determinato solo il primo tasso fisso (1,88%) che dovrà, comunque, essere ridefinito con periodicità trimestrale, secondo quello prevalente di mercato di pari scadenza. Inoltre, con la medesima cadenza, le controparti renderanno nullo il valore della posizione scambiandosi il suo valore di mercato: se tale valore sarà positivo, il Tesoro lo riceverà e il tasso fisso del trimestre sarà determinato ad un livello più elevato di quello precedente; viceversa in caso di valore negativo per il Tesoro. In altre parole, con periodicità trimestrale, si produrrà un bilanciamento tra il nuovo tasso e il pagamento/incasso del *mark-to-market* in tale data; così si garantisce allo *swap* di mantenersi costantemente a mercato, al netto delle oscillazioni intra-trimestre.

A corollario della trasformazione dello *swap* originario il Tesoro, tramite quote trimestrali *OMISSIS* da versare tra giugno 2018 e giugno 2021, sta ripagando una parte considerevole del valore di mercato dello *swap* originario: ciò ha dato vita in sostanza ad uno schema di ammortamento di un mutuo ad interessi zero. L'uscita complessiva di cassa sarà pari a *OMISSIS*

La ristrutturazione ha avuto, inoltre, l'effetto positivo di ridefinire lo *stock* iniziale di debito contabile in funzione del valore della strategia post-rinegoziazione. Infatti, lo *swap* nato dall'esercizio della *swaption* avrebbe fatto registrare un debito contabile di *OMISSIS* (nell'istante dell'esercizio dell'opzione era pari a *OMISSIS*), mentre post ristrutturazione si è riclassificato debito per *OMISSIS*. Pertanto, al novembre 2017 grazie alla menzionata ristrutturazione si è ottenuta una marginale riduzione di debito per un totale di circa 128 milioni,

ottenuta come differenza tra il debito ante ristrutturazione e quello post ristrutturazione, quest'ultimo dato da due voci: *OMISSIS* (valore complessivo delle quote trimestrali) e *OMISSIS* *mark-to-market* del primo IRS 2017-2022 al 3%).

Inoltre, a fronte della suddetta ristrutturazione, la controparte si è impegnata a non avvalersi di una specifica clausola su un'altra posizione in essere. Nello specifico, su un *interest rate swap* con nozionale 2,5 miliardi di euro e scadenza nel 2034, in cui il Tesoro paga un tasso del 5,2018% e riceve Euribor 6 mesi, gravava una clausola di estinzione anticipata (ETO) con scadenza agosto 2018 che, in caso di esercizio, avrebbe comportato un esborso stimato in *OMISSIS*. A seguito della ristrutturazione sopra esposta, la stessa controparte si era impegnata infatti a non esercitare l'opzione a quella data su quest'altra posizione e così è stato: quindi il contratto rimarrà in essere fino alla scadenza naturale - agosto 2034 - senza subire alcuna modifica e quindi senza che l'esborso in parola abbia avuto luogo. I costi complessivi dell'intera ristrutturazione, inclusivi della cancellazione dell'ETO che gravava sullo swap 2034 sopra descritta, costituiti da CVA e FVA *OMISSIS*

	Ante Ristrutturazione	Post Ristrutturazione
Strumento	Swap	Swap 1
Nozionale (EUR)	1.5 bn	1.5 bn
Controparte	Banca 9	Banca 9
Decorrenza	14/11/2016	14/11/2017
Data di scadenza	14/11/2046	15/06/2022
Tesoro paga	4,317%	3,000%
Tesoro riceve	Euribor 6m	Euribor 6m
Strumento		Swap 2
Nozionale (EUR)		1.5 bn
Controparte		Banca 9
Decorrenza		15/06/2022
Data di scadenza		15/12/2046
Tesoro paga		1.88% tasso fisso resettable
Tesoro riceve		Euribor 6m
Annuity		<i>OMISSIS</i>
<i>OMISSIS</i>	<i>OMISSIS</i>	

<sup>6</sup> Questo è il valore a cui è stato riclassificato il debito nelle statistiche ufficiali della Banca d'Italia, il valore registrato al momento dell'esecuzione dell'operazione è di poco inferiore ai 193 mln di euro. La differenza dipende dall'orario in cui sono state prese in considerazione le curve swap di riferimento: alla chiusura nel caso della banca centrale, al momento dell'effettiva esecuzione nel caso dei numeri del Tesoro.

**Anno 2018**

Gli accordi di collateralizzazione, di cui tratterà in seguito, hanno consentito al Tesoro nel 2018 di ristrutturare ulteriori posizioni in derivati esistenti nonché di finalizzare nuovi contratti derivati di copertura di nuove emissioni in valuta estera. In tal modo, è stato possibile tornare a emettere titoli in valute diverse da quella domestica, inclusi i “Global bond” in dollari statunitensi, al fine di diversificare e ampliare la base degli investitori istituzionali.

Per quanto riguarda le posizioni esistenti il Tesoro è intervenuto su una *receiver swaption* con scadenza al 12 aprile 2018, originariamente fissata per l'8 ottobre 2017, poi più volte posticipata. Ante ristrutturazione, in caso di esercizio dell'opzione, praticamente certo<sup>7</sup>, la *swaption* avrebbe generato uno swap a 7 anni, con partenza retroattiva al 15 ottobre 2017 i cui flussi fissi sarebbero stati calcolati semestralmente ad un tasso annuo del 4,5% su un nozionale di € 3,5 miliardi e i flussi variabili sul medesimo nozionale ma indicizzati al 6 mesi Euribor.

La ristrutturazione eseguita l'11 aprile 2018 ha, invece, consentito la trasformazione della *swaption* sopra descritta in un *interest rate swap* con la stessa controparte e con medesimo nozionale ma con la data di partenza posposta di 6 mesi, al 15 aprile 2018, e la data di scadenza posposta di 1 anno, al 15 ottobre 2025, in cui ogni sei mesi il Tesoro paga un tasso fisso pari a 4,45% (5 punti base più basso di quello originario) e riceve un flusso d'interesse indicizzato all'Euribor 6 mesi. Il tasso fisso finale del 4,45% ingloba già le componenti di *funding*, di credito e di copertura del tasso d'interesse implicite nella ristrutturazione, per un valore complessivo inferiore ai **OMISSIS**

L'accordo con la controparte aveva previsto, inoltre, un peggioramento del tasso fisso di 2,5 punti base (dal 4,45% al 4,475%) nel caso in cui il derivato non fosse stato assoggettato ad un accordo di collateralizzazione (CSA) entro l'11 maggio; si precisa che tale incremento corrispondeva al differenziale dei costi di esecuzione tra una transazione non garantita e una supportata da collaterale. Essendo il CSA stato firmato in tempo utile e a pochi giorni di distanza dalla ristrutturazione, l'incremento di tasso non si è realizzato. Si è scelta una ristrutturazione che incidesse solo in modo marginale sull'esposizione creditizia complessiva, permettendo, così, di includere questa transazione nel portafoglio di operazioni collateralizzate, senza alterare la struttura della garanzia.

---

<sup>7</sup> L'esercizio era praticamente certo: il livello del tasso *swap* in euro sulla scadenza a 6 anni era di gran lunga inferiore al tasso fisso dello swap sottostante l'opzione.

La ristrutturazione ha comunque consentito al Tesoro di perseguire uno degli obiettivi principali dell'utilizzo dei derivati, ovvero di beneficiare di un allungamento, seppur molto limitato, della *duration* del debito complessivo (post derivati), attraverso l'incremento di un anno della scadenza dello swap dal 2024 al 2025. Come ulteriore vantaggio, il Tesoro ha ottenuto un tasso a pagare marginalmente più contenuto, da 4,5% a 4,45% e di conseguenza una riduzione in termini di flussi a pagare per la spesa interessi. Inoltre, tra i benefici per l'anno 2018, si è registrata una riduzione della spesa interessi: *OMISSIS* dovuta al posponimento della data di inizio dello swap.

Per quanto riguarda le regole contabili sancite da Eurostat, la ristrutturazione ha dato luogo in ogni caso a uno *swap off market*, determinando un incremento di debito contabile stimato da Banca d'Italia *OMISSIS* Di seguito una sintesi di quanto sopra indicato.

	Ante Ristrutturazione	Post Ristrutturazione
Strumento	Swaption	Swap
Nozionale (EUR)	3.5 bn	3.5 bn
Controparte	Banca 12	Banca 12
Data di esercizio originaria	09/10/2017	
Decorrenza	15/10/2017	15/04/2018
Data di scadenza	15/10/2024	15/10/2025
Tesoro paga	4,500%	4,450%
Tesoro riceve	Euribor 6m	Euribor 6m

### Anno 2019

Nel corso del 2019 il progetto più cospicuo e di maggiore rilevanza per le emissioni sui mercati internazionali è stato quello relativo al ritorno, dopo anni di assenza, sul mercato del dollaro americano nell'ambito del programma *Global Bond*. La realizzazione dell'emissione è stata favorita tra l'altro dalla recente implementazione di un sistema di collateralizzazione che permette la copertura dei rischi valutari ad un costo contenuto come verrà richiamato nella descrizione della fase due degli accordi di CSA per nuove operazioni. Nello specifico, il perfezionamento degli aspetti normativi e organizzativi riguardanti l'attuazione del sistema di garanzie bilaterali sulle nuove transazioni in derivati, attraverso la stipula di *Credit Support Annex* con tutte le controparti in derivati del Tesoro, ha reso possibile il contenimento dei costi di esecuzione dei *cross currency swap* necessari per la copertura delle nuove emissioni in valuta, grazie alla mitigazione del rischio di credito. Ciò ha reso

possibile anche l'altra operazione eseguita nello stesso anno sui mercati internazionali nella valuta giapponese (yen).

Per ciò che concerne le coperture del rischio di cambio attraverso derivati, si dettagliano di seguito i *cross currency swap* a copertura delle emissioni in dollari e yen sottoscritti dal Tesoro con una pluralità di controparti, che sono tutte Specialisti in titoli di Stato.

I *cross currency swap*, a copertura delle emissioni in dollari statunitensi, sottoscritti dal Tesoro sono stati eseguiti con controparti scelte in base al criterio della competitività nei costi di esecuzione e della capacità di eseguire nozionali ampi senza incidere negativamente sul mercato. Tutte le operazioni in derivati essendo state eseguite contestualmente all'emissione, alcune precedentemente al momento di fissazione del prezzo (*pre-hedge*) altre nei giorni successivi ma comunque prima della data di regolamento dei titoli, hanno previsto uno scambio iniziale e finale di nozionali. In particolare, nello scambio iniziale il Tesoro trasforma l'importo emesso in valuta in un nozionale in euro; mentre alla scadenza del contratto paga alla controparte *swap* il nozionale in euro pattuito nel derivato e riceve l'ammontare in valuta necessario per rimborsare i titoli agli investitori.

Il *Global bond* a 5 anni è stato coperto tramite un solo *cross currency swap* con esecuzione in due fasi: l'80% della copertura è stato realizzato con un *pre-hedge* e il residuale 20% è stato eseguito il giorno successivo al *pricing*, a seguito dell'incremento di nozionale in emissione dai presunti 2 agli effettivi 2,5 miliardi di dollari. In questo *swap*, con data di partenza 17 ottobre 2019 e scadenza 17 ottobre 2024, il Tesoro riceve semestralmente su un nozionale di 2.500.000.000 dollari un tasso fisso pari al 2,375% (il flusso replica perfettamente quello del *Global Bond*) e paga un tasso fisso in euro pari a 0,3961% su un nozionale di € 2.278.724.640.

Il bond decennale è stato coperto tramite un *cross currency swap* realizzato in un'unica esecuzione effettuata con *pre-hedge*. Nello *swap*, con partenza 17 ottobre 2019 e scadenza 17 ottobre 2029, il Tesoro riceve semestralmente un ammontare fisso in dollari determinato su un nozionale di 2.000.000.000 con un tasso fisso pari al 2,875% (corrispondente alla cedola del bond emesso) e paga un flusso di interessi in euro calcolato al tasso dello 1,0125% su un nozionale di € 1.820.830.299.

Il bond a 30 anni è stato coperto tramite quattro *cross currency swap* con due diverse controparti. Per rispecchiare fedelmente le quattro *confirmation* si è deciso di descrivere di seguito le quattro transazioni finanziarie separatamente, invece che solo due, senza alcun raggruppamento per controparte.

Il primo *swap* trentennale è stato realizzato con un *pre-hedge* da un miliardo di dollari, con partenza 17 ottobre 2019 e scadenza 17 ottobre 2049, in cui il Tesoro riceve semestralmente il tasso fisso del 4% (corrispondente alla cedola del titolo), e paga ogni sei mesi su un nozionale di 910.829.773 di euro il tasso fisso del 2,11%. Mentre nel secondo contratto con la stessa banca da 500 milioni di dollari, eseguito nei giorni successivi al *pricing*, il Tesoro con le medesime periodicità riceve il tasso fisso del 4% e paga il tasso fisso del 2,1055% su un nozionale di 452.980.627 di euro.

La copertura della restante parte del titolo trentennale, per un miliardo di dollari, è stata conclusa con una diversa controparte attraverso un'esecuzione in due *tranche* da 500 milioni. Nella prima, con data di partenza 17 ottobre 2019 e scadenza 17 ottobre 2049, il Tesoro riceve semestralmente il tasso fisso del 4% corrispondente alla cedola del titolo e paga ogni sei mesi su un nozionale di 452.488.688 euro il tasso fisso del 2,0785%, mentre nella seconda a fronte dei medesimi flussi a ricevere, il Tesoro paga un tasso del 2,0805% su un nozionale di 454.793.524 euro.

Di seguito due tabelle di sintesi dei *cross currency swap* (CCS) eseguiti a copertura delle emissioni in dollari:

Strumento	CCS 5 yr	CCS 10 yr
Nozionale (USD)	2.500.000.000	2.000.000.000
Nozionale (EUR)	2.278.724.640	1.820.830.299
Controparte	Banca 3	Banca 6
Decorrenza	17/10/2019	17/10/2019
Scadenza	17/10/2024	17/10/2029
Tesoro paga (EUR)	0.3961%	1.0125%
Tesoro riceve (USD)	2.375%	2.875%

Strumento	CCS 30 yr	CCS 30 yr	CCS 30 yr	CCS 30 yr
Nozionale (USD)	1.000.000.000	500.000.000	500.000.000	500.000.000
Nozionale (EUR)	910.829.773	452.980.627	454.793.524	452.488.688
Controparte	Banca 12	Banca 12	Banca 18	Banca 18
Decorrenza	17/10/2019	17/10/2019	17/10/2019	17/10/2019
Scadenza	17/10/2049	17/10/2049	17/10/2049	17/10/2049
Tesoro paga (EUR)	2,110%	2,1055%	2,0805%	2,0785%
Tesoro riceve (USD)	4%	4%	4%	4%

Come detto in precedenza, contestualmente all'esecuzione di un piazzamento privato in yen è stato concluso, con la medesima controparte che ha curato l'emissione, un accordo relativo a un

*cross currency swap* sottoposto a *Credit Support Annex*, con scambio iniziale e finale dei nozionali nelle date 29 marzo 2019 e 29 marzo 2023. Nello specifico, il Tesoro riceve ogni sei mesi dalla controparte *swap* su un nozionale di 25 miliardi di JPY un tasso fisso pari a 0,885%, che riflette esattamente i flussi cedolari del bond, e paga un tasso pari a 1,239% sul nozionale in euro di 200,1 milioni.

Strumento	CCS
Nozionale (JPY)	25.000.000.000
Nozionale (EUR)	200.100.000
Controparte	Banca 15
Decorrenza	29/03/2019
Data di scadenza	29/03/2023
Tesoro paga (EUR)	1,239%
Tesoro riceve (JPY)	0,885%

Nell'ambito della gestione delle passività, inoltre, nel corso del 2019 il Tesoro è intervenuto su due posizioni in portafoglio con la medesima controparte, cancellando (*unwind*) due *interest rate swap* nel corso del mese di maggio.

Il primo *swap*, con nozionale pari a circa 2,8 miliardi di euro e scadenza il 1 agosto 2023, è stato generato dall'esercizio di una *payer swaption* avvenuto a fine 2015. Nel sotteso *swap* il Tesoro riceveva un tasso fisso dello 0,5% con cadenza semestrale e pagava con la medesima cadenza il tasso variabile Euribor 6 mesi. Questo strumento registrava al momento della cancellazione un *mark-to-market* positivo per il Tesoro pari a circa 0M15515.

L'altro *swap* con nozionale decrescente nel tempo<sup>8</sup> e scadenza in data 31 dicembre 2024, era stato eseguito a protezione di un gruppo di mutui attivi per il Tesoro<sup>9</sup>. In sintesi, l'operazione

<sup>8</sup> Alla data di inizio il nozionale era di circa 1,8 miliardi di euro, poi sceso fino a 376 milioni di euro al momento dell'*unwind*.

<sup>9</sup> Ai sensi della legge finanziaria per il 2005 (L 311/2004, art. 1, comma 78), nel mese di febbraio 2005 è stata effettuata un'attività di gestione di posizioni attive dello Stato (mutui attivi per lo Stato). Questa attività ha riguardato la gestione di parte di un portafoglio di mutui, erogati a favore degli enti locali e trasferiti al MEF dalla Cassa Depositi e Prestiti a dicembre 2003. Infatti, a seguito della trasformazione della Cassa Depositi e Prestiti in società per azioni, al Ministero era stata trasferita la titolarità di una serie di mutui erogati a favore di diversi soggetti (di cui gran parte appartenenti al nucleo della PA). La legge finanziaria aveva espressamente previsto una rimodulazione dei flussi di cassa associati a tali posizioni, al fine di creare un profilo di incassi maggiormente in linea con quello dei pagamenti propri dello Stato, generando, inoltre, per il 2005 un introito di circa 1,5 miliardi di euro. L'operazione di gestione degli attivi, effettuata sinteticamente tramite derivati, ha riguardato una serie di mutui, molto frazionati per importo ma raggruppati in un nozionale pari a circa 12 miliardi di euro (costituente parte del portafoglio complessivo). Si era proceduto così alla trasformazione, da fissi a variabili, dei flussi di cassa ricevuti dagli Enti Locali con scadenza dicembre 2024.

presentava flussi a pagare, corrispondenti alla somma delle cedole dei singoli mutui sottesi, e flussi a ricevere indicizzati all'Euribor 3 mesi. Il *mark to market* di questo *swap* era negativo per il Tesoro

OMISSIS

Questa ristrutturazione è stata eseguita approfittando del contesto favorevole di tassi di interesse molto contenuti che hanno caratterizzato la curva *swap* in tutto l'anno. Al momento dell'esecuzione le due operazioni presentavano valori di mercato di segno opposto e, come conseguenza dell'*unwind* contestuale dei due *interest rate swap*, il Tesoro ha incassato un importo pari a 35.350.000 euro dalla controparte, ottenuto come differenziale tra i *mark to market* dei due IRS decurtato dei costi di esecuzione dell'operazione (c OMISSIS ). A seguito della ristrutturazione il nozionale totale del portafoglio derivati si è ridotto di circa 3,21 miliardi di euro, la *duration* del portafoglio è rimasta invariata, mentre sono stati ottenuti marginali vantaggi in termini di spesa interessi che ha registrato un decremento nell'anno 2019 di poco più di 6 milioni di euro, dovuto al mancato pagamento dei flussi d'interesse delle due operazioni.

	Ante chiusura	Ante chiusura
Strumento	IRS 1	IRS 2
Nozionale (EUR)	2.834.000.000.000	Decrescente nel tempo
Controparte	Banca 6	Banca 6
Decorrenza	01/02/2015	31/12/2008
Data di scadenza	01/08/2023	31/12/2024
Tesoro paga	Euribor 6m	cedole mutui attivi
Tesoro riceve	0,50%	Euribor 3m

### Anno 2020

Con riferimento al primo semestre 2020 si sottolinea che non sono state eseguite nuove operazioni in derivati e non sono state effettuate ristrutturazioni di posizioni in essere.

### **Gli accordi di collateralizzazione per la gestione dell'attività in derivati**

Grazie al decreto ministeriale n. 103382 del 20 dicembre 2017, a partire dal 2018 il Tesoro è stato ampiamente impegnato nel progetto volto a introdurre i contratti di garanzia (cosiddetti *Credit Support Annex - CSA*). Tali contratti si configurano come allegati al contratto quadro ISDA Master Agreement in essere con le singole controparti e costituiscono attualmente lo standard di mercato. È stato redatto un modello a cura della Direzione Debito Pubblico, disciplinato dalla legge italiana, in coerenza con il diritto che già regola ogni ISDA MA della Repubblica Italiana e tutte le sue *confirmations*. Nelle decisioni sui contratti da stipulare le scelte della Direzione sono state guidate da un lato dai vincoli di finanza pubblica, come previsto all'art. 6, comma 3 del "Decreto Garanzie"<sup>10</sup>, e dall'altro dalle esigenze organizzative della stessa, che hanno portato alla predisposizione di un CSA non standard.

La garanzia è previsto sia costituita da contanti in euro, ai sensi dell'art. 5 del suddetto Decreto Garanzie.

Le specificità contrattuali definite nel CSA sono:

- l'indicazione delle date di marginazione fissate per il 4 e il 19 di ogni mese; con cadenza bimensile, infatti, si procederà al calcolo del collateral da versare/ricevere a fronte dell'esposizione (*mark-to-market*) da coprire;
- l'importo minimo del margine di garanzia da versare o ricevere è fissato in 10 milioni di euro;
- l'arrotondamento del margine è fissato in 100.000 euro.

Le risorse per versare le garanzie sono state stanziare su un apposito capitolo di spesa, denominato "Oneri derivanti dalle operazioni su garanzie da esposizione su derivati", istituito con la legge di bilancio per il 2019 e da questo trasferite ad una Contabilità Speciale, appositamente istituita.

I CSA si distinguono in quelli riferiti a operazioni derivate pregresse e quelli relativi a nuove operazioni. In una prima fase ci si è concentrati sugli strumenti derivati già in essere con alcune controparti, i quali davano luogo ad un'esposizione creditizia molto rilevante di questi soggetti nei confronti della Repubblica Italiana e superiore alla soglia fissata in quattro miliardi di euro (come da combinato disposto del art. 6, comma 1, lettera b) del "Decreto Garanzie" e dell'art.4, comma 4 del "Decreto Cornice"<sup>11</sup> per il 2018). Le controparti che, alla data del 31 dicembre 2017, erano in

<sup>10</sup> DM n. 103382 del 20/12/2017

<sup>11</sup> DM n. 104477 del 28/12/2017

possesso dei requisiti per firmare un contratto di garanzia su posizioni pregresse in derivati già nel portafoglio della Repubblica Italiana erano tre.

Si è, quindi, definita una struttura di *collateral* finalizzata al contenimento degli importi in uscita per la Repubblica Italiana. Pertanto, ciascun contratto, oltre a soddisfare le specificità contrattuali sopra richiamate, prevede l'applicazione di una struttura di soglie progressivamente decrescenti - per limitare il valore di mercato da assoggettare a garanzia - e, contestualmente, la definizione di importi massimi di *collateral* da versare, progressivamente crescenti. La combinazione delle soglie e degli importi massimi è stata definita in modo univoco con ciascuna controparte e si differenzia da banca a banca, in quanto costruita come funzione del valore di mercato delle posizioni in derivati pregresse da assoggettare a garanzia. La scelta dell'arco temporale in cui sono presenti le soglie e gli importi massimi è scaturita dalla necessità di mediare tra l'esigenza di sostenibilità della garanzia dal punto di vista delle finanze pubbliche, che rende indispensabile una loro limitazione, almeno nei primi anni, con l'esigenza di fornire alle controparti una garanzia totale all'esposizione complessiva nei confronti della Repubblica entro un numero di anni ragionevole.

La fase preparatoria alla stipula dell'accordo di garanzia ha richiesto un arco temporale non breve, necessario per lo svolgimento dell'analisi legale e di quella più squisitamente finanziaria, volta a definire l'entità del beneficio riconosciuto al Tesoro a fronte della stipula del contratto di collateralizzazione, come previsto ai sensi dell'art. 6, comma 2 del Decreto Garanzie. Pertanto solo alla fine del secondo semestre sono stati resi operativi i tre CSA su operazioni pregresse con le tre banche che disponevano dei requisiti.

La seconda fase, invece, ha riguardato la conclusione di contratti CSA con tutti gli Specialisti in Titoli di Stato, con riferimento a eventuali nuove operazioni, e tale fase è stata oggetto delle attività realizzate nel secondo semestre del 2018 e in via residuale nella prima parte del 2019. Tali contratti sono stati stipulati, ai sensi dell'art. 6 comma 1 lett. a) del Decreto Garanzie, ed hanno come oggetto esclusivamente le operazioni in derivati eseguite successivamente alla firma dell'accordo stesso. Gli stessi sono stati stipulati con ogni singola controparte nel medesimo formato, per esigenze di uniformità in un'ottica di equo trattamento.

## **2. Strategia di comunicazione e informazione circa l'attività in derivati del Tesoro**

Le informazioni presenti sul sito del Debito Pubblico sono molteplici e si sono sempre più arricchite nel corso degli anni, rendendo i dati statistici in merito agli strumenti derivati sempre più ampi e sistematici.

La composizione del debito con e senza l'effetto degli swap di-cambio è un'informazione che potremmo definire storica, presente da molti anni sul sito del debito pubblico, con aggiornamento trimestrale.

Inoltre, dal III trimestre 2017 è possibile avere evidenza nella sezione: “Dati Statistici – Portafoglio Derivati” di una grande varietà di informazioni relative al portafoglio in essere ripartito per classi di strumenti: *Interest Rate Swap*, *Cross Currency Swap* e *Swaption* e all'interno di ciascuna classe per finalità di utilizzo: IRS di *duration*, piuttosto che IRS di copertura o IRS ex-ISPA. È possibile quindi effettuare confronti temporali, a partire dal 31 dicembre 2016, su base trimestrale in termini di nozionale e/o di valore di mercato con riferimento alle diverse tipologie di strumenti sopra indicati.

Dal 2015 viene redatto su base annuale il “Rapporto sul Debito Pubblico” – la prima edizione è quella relativa all'anno 2014 - in cui vengono dettagliate tutte le attività svolte durante l'anno precedente, inclusa la rendicontazione dell'attività di gestione delle passività.

Per quanto attiene ai documenti ufficiali di finanza pubblica, tutte le previsioni circa interessi e debito hanno sempre incluso l'effetto derivato dalle operazioni in derivati. Per di più da alcuni anni nella seconda parte del DEF (Analisi e Tendenze della Finanza Pubblica), nelle sezioni dedicate ai conti consolidati di cassa di consuntivo e previsionali del Settore Statale, viene specificato e commentato l'impatto finanziario delle operazioni in derivati.

Per quel che riguarda il processo decisionale all'interno dell'Amministrazione, la Direzione del debito pubblico, come già ricordato, gestisce il portafoglio ed esegue le operazioni secondo le linee-guida e le autorizzazioni a procedere sulle singole transazioni ottenute dal Direttore Generale del Tesoro, il quale a sua volta prende atto degli obiettivi strategici decisi dal Ministro e dispone di conseguenza. Dell'effettiva realizzazione delle operazioni viene dato conto puntualmente ai vertici dell'Amministrazione.

E' la stessa Banca d'Italia in un recente *paper* della serie “Questioni di Economia e Finanza”<sup>12</sup> ad evidenziare come “...Negli ultimi anni l'informazione sull'operatività in derivati del nostro Paese è molto migliorata, collocando l'Italia tra i paesi europei più trasparenti in questo campo... il confronto internazionale è reso difficile dal fatto che per gli altri paesi in genere le informazioni pubbliche sono, con poche eccezioni, parziali e non facilmente reperibili ... le informazioni quantitative diffuse sul portafoglio in derivati sono in genere molto limitate. Undici paesi dei 23 che oltre all'Italia dichiarano di far (o aver fatto) ricorso a strumenti derivati nella gestione del debito non

<sup>12</sup> “Don't look back in anger: l'utilizzo dei derivati nella gestione del debito pubblico italiano” A cura di Mauro Bucci, Ilaria De Angelis e Emilio Vadalà, marzo 2020.

pubblicano nessun dato in merito al portafoglio; per altri 10 paesi le informazioni pubblicate sono solo parziali (in genere limitate al valore di mercato). Solo per tre paesi (oltre all'Italia, la Danimarca e l'Irlanda) i dati quantitativi pubblicati (nozionale, valore di mercato e flussi prodotti) possono ritenersi completi.”

**APPENDICE (A)*****Altre operazioni svolte nel periodo diverse da ristrutturazioni, apertura e/o chiusura di nuove transazioni***

Nel corso del primo trimestre del 2017, tra il mese di gennaio e quello di marzo, sono state esercitate da parte di JP Morgan quattro *swaption cash settled* - ossia opzioni con regolamento monetario - da 875 milioni di nozionale ciascuna, con sottesi *swap* tutti quindicennali (scadenza nel 2032) e date di esercizio tra gennaio e marzo 2017. L'accordo, posto in essere nel 2015, prevedeva che in caso di esercizio delle *swaption* avvenisse anche la partenza di quattro IRS sempre a quindici anni e sempre con nozionale pari a 875 milioni di euro ciascuno, senza costi aggiuntivi. L'esercizio delle quattro opzioni, avvenuto nel primo semestre 2017, ha generato il pagamento del loro valore di mercato alla controparte (circa 972 milioni di euro complessivi), ma contestualmente sono partiti quattro nuovi *swap* a mercato di durata pari a 15 anni. Il tasso fisso medio a pagare per il Tesoro su questo portafoglio, composto dai suddetti quattro *swap* è molto contenuto, di poco inferiore all'1,185% e corrisponde al tasso di mercato di equilibrio (*par swap a 15 anni*) al momento dell'esercizio.

Infine, nel primo semestre del 2017 Goldman Sachs ha esercitato la facoltà di cancellare a costo zero un *cross currency swap* Yen/Euro, a copertura di un'emissione da 125 miliardi di Yen con scadenza naturale nel maggio 2036: il Tesoro ha richiamato il titolo avvalendosi della facoltà, prevista dalle condizioni contrattuali del titolo stesso, di richiedere il rimborso anticipato al maggio 2017.

Nel corso del primo semestre del 2020 è stata eseguita soltanto una novazione soggettiva di un'operazione esistente che era stata conclusa nel 2005 a copertura di un bond con una struttura peculiare indicizzata al tasso variabile e con scadenza nel novembre 2025. La novazione, avvenuta nel corso del mese di gennaio, ha determinato, mediante l'assegnazione dello *swap* dalla banca originaria (Banca 17) a un'altra (Banca 12), un mutamento solo soggettivo del contratto, ovvero la modifica della controparte in derivati del Tesoro, e ha lasciato interamente inalterate le caratteristiche finanziarie e le condizioni contrattuali precedentemente riferite all'operazione.

**APPENDICE (B)*****Strategia di copertura dei titoli in valuta estera anno 2006 e seguenti***

Nel corso del 2006, su mandato del Direttore Generale del Tesoro, furono eseguite molteplici operazioni di copertura di cambio di titoli in valuta estera, riducendo così di quasi due terzi la quota del portafoglio di debito estero esposta al rischio di cambio, che passò dal 29% al 12% in 10 mesi, in quanto si scelse di ridurre, nel migliore dei casi eliminare completamente, la principale fonte di volatilità nell'ambito del portafoglio di passività in valuta evitando così di far fluttuare lo stock di debito in funzione dell'andamento dei tassi di cambio. In particolare, si era operato inizialmente coprendo i bond per i quali l'apprezzamento dell'euro aveva fatto sì che il tasso di cambio all'emissione risultasse più basso del livello a cui gli stessi erano stati contabilizzati nel debito al 31 dicembre 2005 fissando, inoltre, un tasso di interesse in euro inferiore al BTP di durata equivalente alla vita residua del bond, al momento della conclusione del contratto di *cross currency swap*.

Per altri titoli in valuta estera risultava decisamente più complesso creare una copertura via CCS mantenendo l'obiettivo minimo di neutralità sullo stock di debito e contestualmente fissando un coupon in euro in linea con i tassi di mercato. Ciò era vero soprattutto per alcune emissioni che erano state eseguite svariati anni prima (nel caso in esame il titolo era stato emesso 9 anni prima della sua copertura, nel 1997), in contesti di mercato molto diversi, risultava impossibile trasformare sinteticamente in euro tali passività in valuta estera senza incorrere in tassi fortemente fuori mercato e particolarmente onerosi per il Tesoro. Pertanto, in taluni casi specifici, essenzialmente per emissioni in Yen, si scelse di affiancare *swaption* in euro al *cross currency swap*, così da sussidiare con il premio dell'opzione - che altrimenti si sarebbe dovuto ricevere - il tasso *swap* pagato dal Tesoro. In tale fattispecie ricade anche la transazione descritta nel paragrafo.

ALLEGATO

ALLEGATO

...OMISSIS...

Autorevole del DOT del 12/10/2020  
VALORIA RAZIONALE E MITA DEI RISKOLI CONTRATTI DEL PORTAFOLIO DI STRUMENTI DERIVATI

...MISSINO...

...OMISSIS...

**Audizione del DSG del 13/10/2020  
PORTAFOGLIO STRUMENTI DERIVATI PER TIPOLOGIA**

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

Strumento	31/12/2016			31/12/2017			31/12/2018			31/12/2019			30/06/2020		
	Notazionale	In %	MTM	Notazionale	In %	MTM	Notazionale	In %	MTM	Notazionale	In %	MTM	Notazionale	In %	MTM
Strumenti derivati su debito															
IRS ex-ISPA	3.500	2,44%	-1.542	3.500	4,06%	-1.349	3.500	3,15%	-1.343	3.500	3,56%	-1.651	3.500	3,67%	-1.932
CCS (Cross Currency Swap)	8.992	6,26%	875	6.007	-2,31%	4.746	4.981	4,53%	79	10.826	11,01%	260	10.783	11,32%	968
IRS (Interest Rate Swap) di copertura	10.357	7,21%	808	10.115	-2,13%	7.998	8.327	7,57%	792	6.177	-6,28%	1.072	3.477	-3,65%	1.215
IRS (Interest Rate Swap) di duration	113.782	79,24%	-34.437	103.627	-81,71%	-28.528	90.752	82,55%	-27.621	75.658	76,93%	-31.976	77.528	81,36%	-37.958
Swaption	6.959	4,85%	-3.650	3.569	9,62%	-2.360	2.380	2,16%	-1.549	2.190	2,23%	-1.970	0	0,00%	0
<b>Totale derivati su debito</b>	<b>143.590</b>	<b>100,00%</b>	<b>-37.946</b>	<b>126.818</b>	<b>100,00%</b>	<b>-31.306</b>	<b>109.940</b>	<b>100,00%</b>	<b>-29.642</b>	<b>98.351</b>	<b>100,00%</b>	<b>-34.266</b>	<b>95.289</b>	<b>100%</b>	<b>-37.706</b>
<i>Totali di Stato in circolazione</i>															
<i>Derivati su debito/Totali di Stato</i>															
	1.867.214			1.959.429			1.959.429			2.004.766			2.122.742		
	7,69%			6,65%			5,61%			4,91%			4,49%		

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

Strumento	Notazionale	MTM	Notazionale	MTM	Notazionale	MTM	Notazionale	MTM
IRS (Interest Rate Swap)	2.341	-346	1.835	-232	1.358	-154	677	-67

**Portafoglio strumenti derivati complessivo**

Strumento	Notazionale	In %	MTM	Notazionale	In %	MTM	Notazionale	In %	MTM	Notazionale	In %	MTM
Derivati su debito	143.590	98,40%	-37.946	126.818	98,57%	-31.306	109.940	98,78%	-29.642	98.351	99,32%	-34.266
Derivati su attivi	2.341	1,60%	-346	1.835	1,43%	-232	1.358	1,22%	-154	677	0,68%	-67
<b>Totale strumenti derivati</b>	<b>145.931</b>	<b>100%</b>	<b>-38.292</b>	<b>128.653</b>	<b>100%</b>	<b>-31.538</b>	<b>111.298</b>	<b>100%</b>	<b>-29.796</b>	<b>99.028</b>	<b>100%</b>	<b>-34.333</b>

**Contratti di garanzia bilaterale su strumenti finanziari derivati (\*)**

Margine in contanti		
	1.050	2.249
		2.802

(\*) Prestazione di garanzia bilaterale ai sensi del D. M. n. 103382 del 20 Dicembre 2017. Si veda la sezione Normativa sul debito pubblico - Norme su attività in derivati [http://www.dg.trisero.it/ceppi/attivita/moduli/documenti/146debito\\_pubblico/normativa\\_sulla\\_debita\\_d.M.20.12.2017...Contratti\\_di\\_garanzia\\_bilaterale\\_su\\_strumenti\\_finanziari\\_derivati.pdf](http://www.dg.trisero.it/ceppi/attivita/moduli/documenti/146debito_pubblico/normativa_sulla_debita_d.M.20.12.2017...Contratti_di_garanzia_bilaterale_su_strumenti_finanziari_derivati.pdf)

24

Audizione DGT 13/10/2020

**FLUSSI FINANZIARI LORDI E NETTI PORTAFOGLIO DERIVATI PER TIPOLOGIA**

	2017			2018		
	uscita	entrata	flusso netto	uscita	entrata	flusso netto
<b>IRS su attivi</b>	114.636.670,71		114.636.670,71	57.576.665,89		57.576.665,89
<b>IRS ex ISPA</b>	112.397.777,77	- 3.962.191,67	108.435.586,10	112.449.611,11	- 3.686.909,73	108.762.701,38
<b>CCS copertura</b>	296.043.529,27	- 379.500.425,61	- 83.456.896,34	240.496.247,75	- 287.633.807,46	- 47.137.559,71
<b>IRS copertura</b>	249.122.950,00	- 236.470.284,33	12.652.665,67	249.122.950,00	- 242.355.733,78	6.767.216,22
<b>IRS duration</b>	5.726.060.379,65	- 84.539.544,22	5.641.520.835,43	4.263.392.411,80	- 88.199.145,67	4.175.193.266,13

totali

5.793.788.861,57

4.301.162.289,91

	2019			2020 I sem		
	uscita	entrata	flusso netto	uscita	entrata	flusso netto
<b>IRS su attivi</b>	48.569.625,42	- 35.350.000,00	13.219.625,42	18.077.942,06		18.077.942,06
<b>IRS ex ISPA</b>	112.441.944,44	- 3.470.104,17	108.971.840,27	897.000,00		897.000,00
<b>CCS copertura</b>	232.749.678,42	- 282.369.856,53	- 49.620.178,11	74.686.825,86	- 187.306.230,85	- 112.619.404,99
<b>IRS copertura</b>	232.048.311,11	- 215.428.334,73	16.619.976,38	129.339.438,89	- 157.502.905,52	- 28.163.466,63
<b>IRS duration</b>	4.075.063.002,15	- 76.461.505,77	3.998.601.496,38	1.790.538.443,10	- 35.938.444,44	1.754.599.998,66

totali

4.087.792.760,34

1.632.792.069,10

**Audizione del DGT del 13/10/2020**

**ESPOSIZIONE COMPLESSIVA NEI CONFRONTI DELLE SINGOLE CONTROPARTI SUL PORTAFOGLIO DI STRUMENTI DERIVATI**

**OMISSIS...**



\*18STC0117730\*