

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

RESOCONTO STENOGRAFICO

AUDIZIONE

79.

SEDUTA DI GIOVEDÌ 10 MARZO 2022

PRESIDENZA DELLA PRESIDENTE **CARLA RUOCCO**

INDICE

	PAG.		PAG.
Comunicazioni:		Dell'Olio Gianmauro (M5S)	13
Ruocco Carla, <i>presidente</i>	3	Lannutti Elio (Misto-Italia dei Valori)	12, 17, 18
Sulla pubblicità dei lavori:		Perosino Marco (FIBP-UDC)	14
Ruocco Carla, <i>presidente</i>	3	Rivera Alessandro, <i>Direttore generale del Dipartimento del Tesoro</i>	4, 14, 17
Seguito dell'audizione del Direttore generale del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'economia e delle finanze, Alessandro Rivera, sull'operatività dell'Amministrazione Centrale dello Stato in strumenti finanziari derivati:		<i>Allegato: Documentazione in regime libero trasmessa dal dottor Alessandro Rivera, Direttore generale del Dipartimento del Tesoro</i>	19
Ruocco Carla, <i>presidente</i> ...	3, 12, 13, 14, 17, 18		

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DELLA PRESIDENTE
CARLA RUOCCO

La seduta inizia alle 8.30.

Comunicazioni.

PRESIDENTE. 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 email ai commissari ed è comunque oggi in distribuzione. La documentazione completa, comprensiva delle parti secretate, 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.

Seguito dell'audizione del Direttore generale del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'economia e delle finanze, Alessandro Rivera, sull'operatività del-

l'Amministrazione Centrale dello Stato in strumenti finanziari derivati.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca il seguito dell'audizione del Direttore Generale del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze, dott. Alessandro Rivera, sull'operatività dell'Amministrazione Centrale dello Stato in strumenti finanziari derivati.

L'Ufficio di Presidenza della Commissione che ho l'onore di presiedere ha deliberato di proseguire l'attività di monitoraggio in merito all'operatività dell'Amministrazione Centrale dello Stato in strumenti finanziari derivati nella prospettiva di valutare la complessiva operatività posta in essere nonché, più in generale, le strategie pianificate dal MEF in materia di strumenti finanziari derivati.

Tale attività prevede oggi il seguito dell'audizione, già avviata lo scorso 13 ottobre 2020, del dottor Alessandro Rivera, Direttore Generale del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'economia e delle finanze, accompagnato dal dottor Davide Iacovoni, Dirigente generale della Direzione Debito Pubblico, che ringrazio per essere presenti.

L'audizione avrà ad oggetto, segnatamente:

i) la descrizione, alla data ultima disponibile, delle posizioni assunte dal MEF e la loro composizione;

ii) le attività poste in essere dal MEF nonché le strategie pianificate per ridurre o gestire l'esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati nei confronti delle diverse controparti;

iii) le possibili valutazioni di competenza per migliorare la gestione del debito pubblico e l'operatività in strumenti finanziari derivati anche in termini di strutture

tecniche, modelli decisionali e *governance* alla luce della recente Sentenza delle Sezioni Unite della Cassazione n° 8770 del 2020.

Invito quindi il dott. Rivera a svolgere la relazione in un tempo massimo di quaranta minuti. Seguirà quindi il dibattito in Commissione.

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

ALESSANDRO RIVERA, *Direttore Generale del Dipartimento del Tesoro*. Grazie presidente, la ringrazio di questa opportunità di tornare su un tema che avevo già toccato nella precedente audizione, quella dell'ottobre del 2020. Mi dà l'occasione, questa audizione, di poter aggiornare gli elementi che avevo fornito all'epoca. Comincio salutando e dando il buon giorno a tutti gli onorevoli senatori e deputati. Do seguito, naturalmente, alla richiesta della Commissione su un aggiornamento dell'operatività in derivati da parte dell'Amministrazione centrale dello Stato e del Tesoro.

Tre saranno i profili che toccherò: la descrizione del portafoglio dei derivati della Repubblica e la composizione al dicembre del 2021, nonché la più recente evoluzione nei mesi di gennaio e febbraio dell'anno in corso; la descrizione delle attività sul sistema di «collateralizzazione», che abbiamo recentemente introdotto, per la gestione dell'esposizione al rischio di controparte derivante dagli strumenti finanziari derivati, con particolare riferimento a quelle poste in essere dopo l'ultima audizione, per aggiornare su quello che è successo da ottobre ad oggi; infine, come da richiesta della presidente, una descrizione delle strutture tecniche, modelli decisionali e della *governance* che caratterizzano al momento l'attività in derivati svolta dal Tesoro.

Per quanto riguarda la composizione del portafoglio: il portafoglio è rappresentabile sulla base delle finalità che il Tesoro persegue mediante l'uso di derivati. In primo luogo richiamerei i *cross currency swap*, che permettono al Tesoro di proteggersi dal rischio del tasso di cambio derivante dalle

emissioni denominate in valuta estera. Con questi contratti fissiamo al momento dell'emissione dei titoli in valuta il corrispondente valore in euro che dovrà essere erogato per onorare le obbligazioni connesse con questo particolare tipo di emissioni. In secondo luogo ci sono gli *interest rate swap* di copertura, che sono connessi a una specifica emissione di debito denominate in euro. Con questi strumenti modifichiamo in modo sintetico l'esposizione al rischio di tasso d'interesse che provengono dal titolo sottostante; ad esempio, in particolare, l'operazione più comune è la trasformazione di un'esposizione a tasso variabile del titolo senza lo *swap* in una esposizione a tasso fisso, mettendo insieme il titolo e lo *swap* corrispondente.

Poi ci sono gli *interest rate swap* di *duration* in cui vengono ricomprese tutte le posizioni di strumenti derivati che sono riconducibili a una strategia di protezione dal rialzo dei tassi di interesse e di allungamento della *duration* del portafoglio e dell'esposizione del Tesoro nel suo complesso. In questo caso lo strumento derivato non è associato a una specifica emissione, ma svolge un ruolo di contribuire alla gestione del rischio di interesse complessivo del combinato debito più derivati.

Poi ci sono degli *interest rate swap* particolari, che noi in gergo denominiamo «ex ISPA», che ricomprendono tutti i contratti derivati associati alle passività della società Infrastrutture S.p.A., che furono oggetto di accollo da parte del Tesoro come disposto dalla legge finanziaria per il 2007.

C'è poi la categoria delle *swaption* in cui sono incluse, solo per memoria, le *receiver swaption stand-alone*, ossia non collegate a degli *interest rate swap* preesistenti, presenti nel portafoglio derivati solo fino alla prima metà del mese di giugno 2020. Si tratta di contratti, non ce ne sono più, che davano la facoltà alle controparti del Tesoro di entrare in un *interest rate swap* in cui pagavano tasso variabile e ricevevano dal Tesoro stesso un tasso fisso.

A questo elenco per completezza si aggiunge un esiguo numero di posizioni che sono riferite alla gestione di posizioni attive, a posizioni di credito del Tesoro in

base all'operatività che fu prevista dalla legge finanziaria per il 2005. Questa operatività è l'unica eccezione alla finalità di gestione del debito pubblico nell'utilizzo dei derivati, perché consiste nell'attività di gestione di posizioni attive dello Stato disposta ai sensi dell'articolo 1, comma 78, della Legge Finanziaria per il 2005, relativa alla parte del portafoglio di mutui concessi dalla Cassa depositi e prestiti agli enti locali, e che furono trasferiti al Tesoro nel dicembre 2003 a seguito della trasformazione della Cassa e della sua uscita dal perimetro delle pubbliche amministrazioni.

Questa Commissione ha già potuto visionare i dati relativi alla consistenza del nozionale complessivo del portafoglio dei derivati alla data del 30 giugno 2020 in occasione dell'audizione che ho prima richiamato, quella di ottobre 2020. Al 31 dicembre 2021 il nozionale del portafoglio è pari a circa 103,8 miliardi di euro, con un incremento di poco superiore agli 8 miliardi rispetto al dato che, a suo tempo, avevo dato, che era di 96 miliardi di euro. Questo incremento è imputabile sostanzialmente all'effetto netto di due fattori: da un lato, c'è stato l'incremento che è stato determinato dalla stipula di contratti di *cross currency swap* per la copertura di nuove emissioni in dollari che sono state effettuate nel 2020 e nel 2021, emissione per un controvalore in euro complessivo di 6,8 miliardi; oltre a questo elemento dei *cross currency swap* ci sono dei nuovi derivati che sono stati sottoscritti per l'avvio di un programma di allungamento della *duration* del portafoglio, con la sottoscrizione di nuovi *interest rate swap* di *duration* sul segmento a trent'anni, e questa è un'operatività nuova per circa 5 miliardi di euro.

Questo programma è stato avviato anche in ragione del livello dei tassi d'interesse europei, che si è mantenuto particolarmente basso anche sul segmento a lungo termine, con dei valori minimi che sono arrivati addirittura in territorio negativo, un interesse fisso a 30 anni negativo, consentendo in questo modo al Tesoro di approfittare di questa congiuntura di mercato non comune, e di perseguire in questo modo, in modo efficace, una strategia di

protezione dal rischio di tasso di interesse a condizioni particolarmente vantaggiose.

Questi *swap* nuovi sono stati sottoscritti a un tasso medio a 30 anni di soli 32 punti base, e in questo modo contribuiscono a ridurre il costo medio che il Tesoro paga sull'intero portafoglio dei derivati. La tempistica adottata è stata sicuramente premiante perché, da quando questi contratti sono stati sottoscritti, si è generato un valore di mercato positivo quando c'è stato, poi, il rialzo dei tassi di interesse. La variazione del nozionale del portafoglio è stata determinata anche dalla scadenza naturale di alcuni contratti, quindi l'aumento di cui parlavo di circa 8 miliardi è naturalmente un aumento netto che è derivato da alcune operazioni in aumento e altre in riduzione. C'è stata la scadenza di alcuni contratti, altri sono stati cancellati anche per il riacquisto del titolo sottostante, oppure c'è l'ammortamento delle quote del nozionale. Questa parte in diminuzione è di circa 3,8 miliardi tra il 30 giugno, l'ultimo dato che avevate, e la fine del 2021. In particolare, tra queste operazioni di riduzione, va menzionata l'importante operazione di cancellazione di otto posizioni, di cui sette in *interest rate swap* e un *cross currency swap*, sostituito con uno nuovo totalmente a mercato.

La chiusura anticipata di queste operazioni, che ha prodotto un incasso considerevole per il Tesoro corrispondente al loro valore di mercato, si deve al fatto che questi *swap* non erano più rispondenti agli obiettivi strategici perseguiti mediante l'utilizzo di derivati, avendo perso l'originaria funzione di copertura efficiente di passività del Tesoro. In alcuni casi era venuta infatti meno l'originale funzione in quanto i titoli oggetto della copertura via derivato erano stati rimborsati anticipatamente, oppure non erano stati rifinanziati diversamente da quanto era inizialmente previsto, o ancora avevano subito delle modifiche al tasso cedolare. In altri casi la copertura non risultava più efficiente essendo il tasso fisso pagato nello *swap* fortemente fuori mercato, a fronte della cedola variabile indicizzata all'Euribor pagata nel *bond*. Considerato il livello generale dei tassi di inte-

resse europei il Tesoro ha preferito mantenere il titolo privo di copertura visto che i suoi flussi cedolari sui titoli sono nulli e si stimano rimanere tali per svariati anni.

All'incremento di nozionale ha fatto riscontro un sensibile miglioramento del *mark to market* del portafoglio. Il miglioramento è di circa 10,5 miliardi tra la fine del 2020 e la fine del 2021, laddove invece alla fine del 2020 il valore era rimasto sostanzialmente stabile rispetto alla fine del primo semestre. Questa variazione del *mark to market* nel corso del 2021 è stata trainata, sostanzialmente, dal comparto degli *interest rate swap* di *duration*, che hanno risentito del sostanziale rialzo dei tassi di interesse di mercato di circa 55 punti base in media sui segmenti della curva euro più significativi per questo portafoglio di derivati. Nei primi due mesi del 2022 il nozionale del portafoglio derivati ha registrato – al contrario, prima ho parlato di un aumento fino al dicembre – una diminuzione di 4 miliardi di euro per effetto di una ristrutturazione. Infatti la ristrutturazione è andata ad agire su una posizione esistente allungando la scadenza e riducendo il tasso fisso con la contestuale chiusura di un'opzione, che potenzialmente avrebbe fatto entrare il Tesoro in un nuovo *swap*, con flussi di pari importo ma di segno opposto rispetto a quelli dello *swap* originale. Proprio la chiusura di questa ultima opzione ha determinato la riduzione del nozionale di 4 miliardi, di cui vi dicevo. Il *mark to market* del portafoglio ha proseguito il percorso di miglioramento attestandosi a poco meno di 23 miliardi di euro in negativo per effetto di un ulteriore rialzo dei tassi dei primi due mesi del 2022, mediamente di circa 40 punti base.

Come da richiesta di questa Commissione, abbiamo messo a disposizione i dati relativi al nozionale del *mark to market* dei singoli contratti, separati per controparti, nonché i flussi lordi e netti di cassa generati dai diversi contratti.

Passo al secondo tema, gli accordi di collateralizzazione. Anche di questo tema avevo già parlato nell'ottobre 2020, ma vi aggiorno su quelle che sono state nel frattempo le operazioni poste in essere. Con il

decreto del 20 dicembre 2017, a partire dal 2018 il Tesoro si è impegnato in un programma di introduzione di contratti di garanzia per gestire l'esposizione del rischio di controparte derivante dalla sottoscrizione e gestione degli strumenti derivati. Questi contratti disciplinati ai sensi della legge italiana, in coerenza con il diritto che già regola ogni *ISDA (International Swaps and Derivatives Association) Master Agreement* della Repubblica italiana e tutte le *confirmation* dei singoli derivati si configurano come allegati ai contratti quadro *Isda Master Agreement* che il Tesoro ha in essere con le singole controparti, sono pienamente allineati agli standard di mercato. Le scelte del Tesoro sulle caratteristiche dei contratti CSA, *Credit Support Annex*, da stipulare sono state guidate da un lato dai vincoli di finanza pubblica, come previsto dall'articolo 6, comma 3, del decreto « Garanzie », e dall'altro da esigenze organizzative, e hanno portato alla predisposizione di un formato CSA non standard, con marginazioni bimensili fissate il 4 e il 19 di ogni mese e garanzia costituita da contanti in euro, ai sensi dell'articolo 5 del citato decreto Garanzie. Le risorse per versare le garanzie provengono da un apposito capitolo di spesa, denominato « Oneri derivanti da operazioni su garanzie da esposizione su derivati » istituito con la legge di bilancio per il 2019, e da questo capitolo sono trasferite a una contabilità speciale che è stata appositamente istituita. I CSA stipulati ad oggi si dividono in due diverse tipologie: quelli riferiti a operazioni in derivati già in essere alla data di stipula del contratto di garanzia, e quelli relativi a operazioni concluse successivamente alla stipula dei CSA. Per quanto riguarda i primi sono state prese in considerazione le controparti che presentavano un'esposizione creditizia nei confronti della Repubblica italiana superiore a una soglia fissata annualmente nel « decreto Cornice ». La struttura di questi *collateral* è anche finalizzata al contenimento degli importi in uscita per la Repubblica italiana, prevenendo l'applicazione di soglie progressivamente decrescenti per limitare il valore di mercato da assoggettare a garanzia, quindi

questo è il valore dell'esposizione oltre il quale si accede alla garanzia, e dall'altro lato la definizione degli importi massimi di *collateral* da versare, che crescono progressivamente nel tempo.

La struttura di soglie e importi massimi si estende su un arco temporale che tiene conto della necessità di mediare tra le esigenze di sostenibilità della garanzia, dal punto di vista delle finanze pubbliche, e quella di fornire alle controparti una garanzia totale all'esposizione complessiva nei confronti della Repubblica entro un ragionevole numero di anni. Quindi è sostanzialmente un percorso di progressiva copertura del *mark to market* negativo di queste esposizioni nei confronti delle controparti del Tesoro su operazioni in derivati.

I contratti di questo tipo sono stati conclusi prevalentemente nel corso del 2018, 3 su 4 attualmente in vigore, ed uno alla fine del 2020. Per quanto riguarda invece i contratti riferiti a operazioni in derivati eseguiti successivamente all'accordo, tra la fine del 2018 e l'inizio del 2019 con ogni singolo Specialista in titoli di Stato sono stipulati CSA nel medesimo formato in modo da conseguire uniformità in un'ottica di equo trattamento. Di questi contratti ad oggi ne sono stati attivati nove. L'attivazione di un contratto di garanzia indica che con la controparte del CSA sia stipulato almeno un contratto derivato, che ricade sotto la copertura della garanzia stessa, e di conseguenza si è avviata un'attività regolare di marginazione alle date contrattualmente definite. Sostanzialmente per quelli nuovi, la marginazione è continua, quindi il *mark to market* viene versato dal Tesoro, o dalla controparte, a seconda di come si muove il mercato, dall'origine del contratto fino alla sua conclusione. Quindi non c'è un *stock* di *mark to market* storico da coprire, vengono coperti in via continuativa.

L'attività contrattuale relativa alla prestazione di garanzie svolta fino ad oggi ha messo a disposizione del Tesoro un efficiente strumento di mitigazione del rischio di controparte, permettendo di attivare strategie di emissione e gestione del debito precedentemente precluse per via dei costi

troppo elevati da sostenere per compensare un rischio di controparte privo di qualunque forma di copertura. Sostanzialmente, le controparti l'assenza di una garanzia, che è standard sul mercato, la fanno pagare in diversi modi in particolare con spread o indisponibilità anche a sottoscrivere contratti con il Tesoro. Ne sono un esempio le emissioni denominate in dollari statunitensi, coperte con operazioni di *cross currency swap* e l'attività di allungamento della *duration* del debito posta in essere anche tramite le operazioni di *interest rate swap*, di cui parlavo prima, quelle che abbiamo concluso lo scorso anno, e dall'ottobre del 2020 in particolare.

Se guardiamo al totale dei contratti CSA oggi in essere, il numero di quelli attivi è oggi pari a tredici, cinque in più rispetto a quelli segnalati nella precedente audizione. Di questi cinque nuovi contratti, uno concluso alla fine del 2020 è riferito a operazioni derivate in essere alla data di stipula del contratto, e quattro sono relativi ad operazioni concluse successivamente alla stipula del CSA. Di questi quattro, in particolare, uno è stato attivato nel 2020, due nel 2021 e l'ultimo nei primi due mesi del 2022. Alla data dell'ultima marginazione effettuata, il valore di mercato delle operazioni sottoposte a contratti di garanzia bilaterale era pari al 75 per cento del valore dell'intero portafoglio derivati, mentre era al 60 per cento all'epoca dell'audizione tenutasi a ottobre 2020. Quindi l'ambito di quelli che sono assorbiti dal CSA è aumentato di circa il 15 per cento.

Per effetto della diversa struttura dei contratti di CSA, l'incidenza del *collateral* versato/incassato sul valore di mercato delle posizioni è molto diversa a seconda delle due tipologie, ovvero quelli presso le operazioni in essere oppure su operazioni che sono fatte dopo la sottoscrizione del CSA. Nel primo caso il *collateral* versato, che come ricordavo è contante, è *cash*, è pari a circa il 31 per cento del valore di mercato delle operazioni garanzie. Mentre invece, per quelle nuove, essendoci una copertura sostanzialmente integrale, durante la durata del contratto la copertura è pressoché integrale, e gli scostamenti sono dovuti dal

fatto che la data di versamento del *collateral* non è quotidiana, ma viene fatta due volte al mese, quindi ci può essere uno scostamento per lo spostamento del valore di mercato nell'intervallo tra le due date con cui viene regolata la marginazione.

Ultimo tema: le strutture tecniche, i modelli decisionali e la *governance*. L'attività di sottoscrizione e di gestione delle operazioni in strumenti derivati, analogamente alla totalità dell'attività di emissione e gestione del debito pubblico, viene svolta in aderenza a quanto previsto dal decreto del Ministro emanato annualmente ai sensi dell'articolo 3 del D.P.R. n. 398 del 2003, il Testo Unico sul debito pubblico (cd Decreto Cornice), e tenuto conto degli obiettivi di cui alla Direttiva generale per l'azione amministrativa e la gestione del Ministero dell'economia e delle finanze, direttiva proveniente anch'essa dal Ministro. Quanto previsto in questi provvedimenti viene poi tradotto in termini operativi nelle « Linee guida della gestione del debito pubblico » che il Tesoro pubblica alla fine di ogni anno per l'anno successivo. Permettetemi un inciso qui, come ricordavo già nella scorsa audizione il livello di trasparenza del Tesoro italiano è tra i più elevati al mondo, dal punto di vista della diffusione delle informazioni sulle modalità di gestione e, in particolare poi, sul tema dei derivati di cui parliamo oggi, diamo un'informativa alquanto completa.

La Direttiva generale in vigore ha individuato l'obiettivo strategico dell'efficace ed efficiente gestione del debito pubblico, prioritariamente orientata a contenerne il costo e a prolungarne o stabilizzarne la vita media. Coerentemente con questo obiettivo generale, il decreto Cornice detta le linee di riferimento per l'azione della Direzione del debito pubblico, diretta dal dottor Iacovoni che è qui con me, all'interno del Dipartimento del tesoro e alcuni specifici obiettivi operativi. In particolare all'articolo 2 si prevede che nell'emissione di prestiti e copertura del fabbisogno del settore statale si debba aver paura di « contemperare le esigenze e di acquisire il gradimento dei mercati con quella di contenere il costo complessivo dell'indebitamento in un'ottica di

medio-lungo periodo, considerate le esigenze di protezione dal rischio di rifinanziamento e di esposizione a mutamenti dei tassi di interesse ». Nel successivo articolo 3 si precisa che « il Dipartimento del Tesoro, sulla base delle informazioni disponibili e delle condizioni di mercato, può effettuare operazioni di gestione del debito pubblico ricorrendo anche a strumenti finanziari derivati. Queste operazioni, in funzione delle specifiche caratteristiche di ciascuna di esse, possono avere come obiettivo il contenimento del costo complessivo del debito, la protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento del debito, nonché il buon finanziamento del mercato secondario dei titoli di Stato ».

In attuazione degli indirizzi impartiti dal Ministro, dal punto di vista organizzativo spetta, quindi, al Direttore Generale del Tesoro coordinare, dirigere e supervisionare l'operato tecnico della Direzione del Debito pubblico affinché sia rispondente agli indirizzi di cui ho detto. Mentre viene riservata al dirigente generale della medesima Direzione e l'adozione degli atti e dei provvedimenti amministrativi connessi con tutte le operazioni di emissione e gestione del debito pubblico, incluse quelle relative agli strumenti derivati.

Con riferimento particolare a questi ultimi, che sono oggetto della audizione di oggi, la strategia generale circa il loro utilizzo viene aggiornata periodicamente dalla Direzione del debito pubblico e viene successivamente analizzata, discussa e quindi approvata dal Direttore Generale del Tesoro con eventuali modifiche. Conclusa questa fase, la strategia viene sottoposta al vaglio dell'organo politico che ne verifica la coerenza con la Direttiva generale di cui ho detto.

La declinazione operativa di questa strategia viene quindi disegnata in seno alla direzione del Debito pubblico, congiuntamente al resto delle altre attività di emissione e gestione del debito tenendo anche conto dei vincoli propri del mercato, sulla base dei quali vengono definite la tempistica, la dimensione e le caratteristiche specifiche di ogni singola operazione.

Il processo parte anzitutto dalle emissioni di debito con l'obiettivo di individuare una composizione ottimale delle emissioni. La scelta del portafoglio che si dovrebbe cercare di perseguire viene effettuata esaminando le stime prodotte dal Software di Analisi dei Portafogli di Emissione (cosiddetto «SAPE»). Si tratta di un modello statistico econometrico, frutto di una collaborazione ultradecennale fra la direzione del Debito pubblico, la SOGEI (Società Generale d'Informatica S.p.A), il CNR ed alcune università. Con tecniche di simulazione stocastiche, il modello effettua l'analisi del costo e del rischio di diversi portafogli di titoli di Stato. La scelta tra diversi possibili portafogli di emissione deve essere ponderata tenendo conto sia del costo, in termini di spesa per interessi attesa, sia del rischio, in termini di possibili deviazioni della previsione della spesa per interessi rispetto a quella attesa, di ogni singolo portafoglio rispetto a un campione rappresentativo di possibili scenari di evoluzione dei tassi di interesse elaborato, come adesso mi appresto a illustrare.

Per ogni portafoglio di emissione si può, infatti, costruire la distribuzione stocastica della funzione costo di finanziamento rispetto all'insieme degli scenari di evoluzione dei tassi di interesse in esame. Da questa distribuzione si estrapolano le informazioni sul costo medio ed il rischio, che rappresenta l'ampiezza della distribuzione ossia la deviazione standard intorno alla media. All'interno del SAPE è inoltre previsto il calcolo di ulteriori misure sintetiche di costo, quali ad esempio il livello massimo e minimo, i valori estremi nelle code della distribuzione, e altri misure di rischio e costo.

Una volta individuati e definiti i due parametri di riferimento, costo e rischio, una tecnica consolidata di selezione di portafogli di emissione passa attraverso la costruzione della frontiera efficiente. Questa frontiera è identificata come le combinazioni ottimali di costo e di rischio, con un grafico in cui ogni portafoglio è rappresentato da un punto sul piano cartesiano le cui coordinate sono date dal rischio e dal costo. I portafogli sulla frontiera sono quelli

per cui a ogni fissato valore di rischio corrisponde il costo minore o viceversa. Una importante evoluzione del modello è stata introdotta con lo studio dell'evoluzione temporale della distribuzione del costo del finanziamento di ogni singolo portafoglio. In questo modo si può avere un controllo accurato sull'evoluzione del costo e del rischio nell'orizzonte di previsione.

Per tutti i portafogli possibili di emissione viene anche calcolata una serie di statistiche finanziarie (*average refixing period, duration*, percentuali di composizione del debito e interessi medi sul debito sia assolute o relativamente a un periodo di emissione), che consentono al gestore del debito di avere tutte le informazioni necessarie connesse a ogni possibile scelta in termini di portafoglio di emissione.

Tra i portafogli calcolati dal SAPE vengono scelti quelli che perseguono l'obiettivo strategico di un bilanciamento ottimale tra la riduzione del costo di finanziamento, nel medio e lungo termine, questo è l'orizzonte temporale su cui ci orientiamo, e il contenimento dei rischi di mercato, essenzialmente il rischio di tasso. Elemento centrale del SAPE è il modulo di generazione degli scenari di evoluzione dei tassi di interesse che avviene anche attraverso il modello di *Nelson – Siegel – Svensson*. Mediante l'analisi delle serie storiche dei tassi d'interesse vengono stimati i parametri del modello e quindi il processo stocastico che ne guida l'evoluzione nel tempo. La generazione degli scenari dei tassi viene quindi posta in essere mediante il metodo Montecarlo di estrazione casuale a partire dal processo stocastico individuato. Il modello deve quindi essere sottoposto ad un periodico processo di calibrazione dei suoi parametri affinché l'elaborazione degli scenari dei tassi tenga conto del loro andamento più recente.

Per arrivare a elaborare una proposta di strategia di emissione la direzione del debito pubblico è anche coadiuvata dal supporto degli Specialisti in titoli di Stato. I portafogli efficienti che sono individuati con questa metodologia tecnica che ho descritto sono valutati poi alla luce delle preferenze di mercato, ossia della capacità

di assorbimento delle emissioni da parte degli investitori, come vengono riportate dagli Specialisti in titoli di Stato. Inoltre, ogni politica di emissione obbligazionaria crea nel tempo un profilo di scadenze a medio-lungo termine che costituisce un vincolo oggettivo per la successiva attività di emissione.

È in questa fase che la proposta si arricchisce anche della strategia sugli strumenti derivati. Eventuali disallineamenti, che sono inevitabili, tra la struttura del portafoglio resa possibile dal mercato dei capitali e gli obiettivi gestionali individuati attraverso il modello, e quindi il portafoglio ottimale teorico, possono essere colmati, questi eventuali *gap*, con l'uso di strumenti derivati. L'utilizzo dei derivati da parte del Tesoro deve essere quindi inquadrato proprio nell'ambito più ampio della gestione ottimale del debito pubblico, tenendo conto della loro complementarità con l'attività di emissione: possono essere utilizzati come utili strumenti di riduzione del costo dell'indebitamento nonché di contenimento dei principali rischi, in particolare quello di tasso di interesse e di tasso di cambio per le emissioni in valuta.

La declinazione operativa della strategia in derivati può prevedere sia l'esecuzione di nuovi *swap* sia la loro ristrutturazione o chiusura anticipata rispetto alla scadenza contrattuale. Per pervenire alla singola proposta operativa da sottoporre al vaglio del Direttore Generale del Tesoro gli uffici della Direzione del Debito pubblico conducono un esame preliminare della stessa per valutarne la rispondenza rispetto alla strategia generale, a cui fa seguito un'analisi di dettaglio che include una modellizzazione del *pricing*, nonché dei suoi costi di esecuzione (della ristrutturazione, naturalmente). I modelli in uso alla Direzione del Debito pubblico permettono infatti di effettuare il *pricing* di tutte le operazioni da sottoporre ad autorizzazione, nonché dei margini operativi da riconoscere alla controparte. Questi valori vengono generalmente confrontati anche con le stime prodotte da alcune librerie di *pricing* proprie di uno dei due principali *Infoprovider* disponibili sul mercato.

Pertanto, tutta questa fase operativa è guidata da modelli statistico metodologici al pari di quelli utilizzati dalle banche, controparti finanziarie del Tesoro nell'esecuzione di un contratto derivato. Quando al Direttore Generale del Tesoro perviene la proposta di una singola operazione, questa è già stato oggetto di un accurato *fine tuning* dei modelli di *pricing* tra la Direzione del Debito pubblico e le controparti finanziarie, che dovrà necessariamente condurre a un allineamento dei modelli stessi per dare seguito al processo autorizzativo. Il Dipartimento si è quindi dotato nel corso del tempo di strumenti di analisi finanziaria sempre più evoluti e di procedure sempre più articolate per la validazione delle proposte operative, che si sostanziano in un'intensa attività di analisi e contrattazione con le controparti bancarie. In particolare si dispone di due diversi *software* finanziari: uno di tipo integrato, che attinge a un unico *database* e consente di tracciare il processo nella sua interezza, dalle attività di *front office* a quelle di *back office*, passando per una analisi reportistica dei rischi di mercato ad esso connessi; il secondo *software* è utilizzato principalmente per il *pricing* e si basa su un applicativo finanziario prodotto e commercializzato da una società privata, composto da un *plug-in* di Excel e da un insieme di librerie di calcolo già preimpostate per strutture standard. Questo secondo *software* è chiaramente in grado di gestire anche strutture non standard, creando fogli di calcolo *ad hoc* secondo esigenze specifiche.

Il modello fornisce in *output* non solo le valutazioni di mercato, quindi il *mark to market*, dei diversi strumenti finanziari, ma anche i principali parametri di sensitività che servono per stimare la parte dei costi di esecuzione relativi alle coperture delle variabili di mercato, essenzialmente tassi di interesse.

Nella Direzione del Debito pubblico si dispone ormai da diversi anni anche di altri modelli econometrici sempre allineati agli standard vigenti sui mercati finanziari, che permettono di combinare strutture a termine delle curve dei tassi di interessi con stime di probabilità di default delle

controparti. In particolare, il modello econometrico usato in questo contesto benché diverso da quello usato nel SAPE, genera strutture a termine della curva dei tassi d'interesse. La combinazione sopra richiamata tra scenari e stime di probabilità di default provenienti dai CDS (*Credit default swap*), connesse a questi scenari, permette di ricavare gli indicatori necessari per quantificare un'altra parte dei margini operativi rivenienti dalle transazioni in strumenti derivati, apertura, chiusura e ristrutturazione, i cosiddetti costi di XVA. In particolare, individuano in ciascuno swap l'evoluzione dell'espulsione futura attesa a cui corrisponde un profilo di rischio di credito. I medesimi indicatori vengono anche utilizzati in caso di assoggettamento di uno swap al CSA per stimare la mitigazione dell'esposizione creditizia e la variazione delle proprie disponibilità liquide per la presenza di un margine da corrispondere o incassare. La struttura implicita del sistema di garanzia serve proprio a ridurre sostanzialmente, benché in taluni casi in modo graduale, l'esposizione creditizia di una controparte nei confronti del Tesoro e viceversa.

Passo alle conclusioni. Come ho specificato nella prima parte e anche negli allegati tecnici, il portafoglio dei derivati attuale è caratterizzato dalla copertura di rischio di tasso d'interesse e di cambio. Il peso preponderante è dato dagli *interest rate swap* di *duration*, che costituiscono una copertura della frazione del debito soggetto a variabilità di breve termine del tasso d'interesse. La ripresa del programma di emissione in dollari ha portato a un aumento della copertura del rischio di cambio tramite *cross currency swap*, mentre, se pure per importi limitati, è stata avviata un'attività standard di protezione dal rischio di tasso mediante la sottoscrizione di nuove posizioni a trent'anni. Considerando che il nozionale dell'intero portafoglio derivati è stato soggetto a limitate variazioni, l'andamento del *mark to market* è stato caratterizzato dall'evoluzione dei tassi di interesse, ed è stato, come detto, significativamente positivo, nel caso specifico del loro rialzo negli ultimi periodi, e quindi

con miglioramento della posizione finanziaria complessiva da ricondurre anche alla nuova attività di protezione appena richiamata, gli *interest rate swap* a trent'anni.

Con riferimento al rischio di controparte, con l'istituzione del sistema di collateralizzazione ci si è dotati di un efficiente strumento di mitigazione del rischio suddetto, questo ha consentito di attivare strategie di emissione e gestione del debito precedentemente precluse per via dei costi troppo elevati per compensare un rischio di controparte privo di forme di copertura. Il ricorso allo strumento ha ormai superato ampiamente la fase iniziale ed è attivo su un'ampia parte di controparti in strumenti finanziari derivati e, come ho ricordato, riguarda la maggioranza del portafoglio. È diventato uno strumento ordinario di gestione in un tempo molto contenuto.

Si è avuto modo poi di rappresentare il processo decisionale, che porta alla gestione dell'attività in derivati basato sulla distinzione tra valutazione politica e gestione tecnica. La strumentazione di cui si dispone è perfettamente idonea all'attività che viene svolta e assolutamente all'altezza di quella delle controparti che operano con i medesimi strumenti. Così come la modellistica finanziaria è da ritenersi molto avanzata, in grado di orientare le decisioni in modo razionale, pur in relazione a fenomeni e contesti aleatori.

Riguardo alla sentenza delle Sezioni Unite della Cassazione, anch'essa richiamata nella lettera della Presidente, si ricorda che essa riguarda i derivati degli enti locali, con riferimento a un caso specifico di operazioni contratte in un periodo storico in cui ciò era possibile. Occorre infatti ricordare che solo nel 2003 si addivenne per gli enti territoriali ad una specifica delle tipologie di strumenti derivati consentiti, ammettendo soltanto quelli più semplici ritenuti coerenti con una strategia di gestione del debito mirata alla protezione dai rischi finanziari o al contenimento del costo dell'indebitamento. 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,

sia volti a una maggiore trasparenza circa l'impatto sui bilanci degli enti, sia a limitare la relativa operatività. Nel 2008 è stata disposta infatti una sospensione temporanea dell'attività in derivati per gli enti locali, questa sospensione è stata poi resa definitiva in occasione della legge di stabilità per il 2014, sancendo il divieto definitivo di stipulare contratti derivati, fatte salve limitate eccezioni finalizzate a gestire le posizioni già in essere. Io concludo qui la mia relazione e naturalmente sono a disposizione per eventuali chiarimenti.

PRESIDENTE. Bene. Senatore Lannutti, prego.

ELIO LANNUTTI. Grazie, signora presidente. Ringrazio il dottor Rivera per questa relazione esauriente. Dice molte cose, però ci sono delle cose che io non posso condividere. Prima tra tutte il livello della trasparenza tra i primi nel mondo, che ha in verità consentito di stipulare nel tempo contratti derivati vessatori, opachi, che sono costati all'Italia – e poi signora presidente se vuole giro alla Commissione uno studio approfondito che è stato fatto – nel tempo qualcosa come 38, 7 miliardi di euro. Gli stessi Direttori generali del Tesoro, i suoi predecessori dottor Rivera, divenuti poi Ministri del Tesoro, hanno utilizzato il sistema delle porte girevoli. Dopo aver stipulato contratti derivati con le banche di affari, sono stati assoldati dalle stesse banche di affari. Mentre altri Paesi europei – e qui, ripeto, c'è uno studio compiuto – hanno guadagnato con la stipula di quei contratti, solo l'Italia ci ha rimesso l'osso del collo. Leggo quattro righe: « Negli ultimi anni, con il calo pronunciato dei tassi di interesse, i Paesi con posizioni nette (...) hanno registrato dei flussi positivi del proprio portafoglio in derivati, mentre quelli con posizioni nette diverse hanno registrato flussi in derivati negativi. A differenza dell'Italia, i Paesi che hanno utilizzato i derivati per strategie lo hanno fatto assumendo una posizione netta – quindi Danimarca, Francia, Germania, Paesi Bassi, Svezia ci hanno guadagnato, l'Italia ci ha rimesso. Tra i Paesi dell'Eurozona sono

stati versati complessivamente 32 miliardi di oneri nel periodo 2011-2019. L'Italia ha sostenuto esborsi per 45 miliardi, la Germania 4, 4 miliardi, l'Austria 3,8, Belgio poco meno di 2. Di contro i Paesi Bassi hanno ricavato quasi 20 miliardi e l'Irlanda poco meno di 3 ». Ora, detto questo, poi agli uffici trasmetterò questo studio approfondito che è stato fatto, voglio anche ricordare che c'è la Corte dei Conti che indaga su due ex direttori, su Maria Cannata, ex Dirigente del debito pubblico e Vincenzo la Via. Un processo che si è riaperto perché in precedenza era stato archiviato. È stato riaperto in virtù di una sentenza della Cassazione, cioè il 14 ottobre è stata riaperta davanti alla sede giurisdizionale della Corte dei conti del Lazio, presieduta da Tommaso Miele, il processo che vede imputati Grilli e Siniscalco, i ministri del Tesoro che lavorano nelle banche d'affari; Vincenzo la Via e Maria Cannata, per un presunto danno da 3,9 miliardi di euro, legato alla stipula di questi contratti derivati con la banca *Morgan Stanley*. Infine, e chiudo, bisogna essere prudenti, questi sono soldi pubblici e lei ha ricordato anche quel bagno di sangue degli enti locali. Io ero un senatore nel 2008, c'era il Ministro Tremonti, facemmo una Commissione d'inchiesta, qualcuno se lo ricorderà al Senato, sui derivati stipulati dagli enti locali che ha provocato il dissesto. Ora io non demonizzo i derivati, sono strumenti di copertura, però bisogna utilizzarli bene e poi quando si utilizzano, non bisogna essere assoldati dalle stesse banche d'affari. E ho notato anche che c'è, mi pare nel decreto fiscale, un resuscitare questi derivati per gli enti locali. Io mi auguro di aver letto male, vigileremo in Senato e verificheremo.

L'ultima cosa che le volevo dire è che quando è stato aperto questo processo il procuratore della Corte dei Conti, Massimiliano Minerva, le leggo quattro righe: « È un processo importante. Il Giudice contabile ha l'occasione di farlo diventare un processo storico, non ci vuole coraggio solo consapevolezza e forza. Di fatti gravemente colposi ce ne sono stati molti, ha ricordato che la vicenda ha colpito moltissimi cittadini di questo Paese come testimoniano

programmi TV, articoli, oltre a 80 denunce di cento parlamentari, associazioni di consumatori, e cittadini». Io nella mia vita precedente sono stato quello anche che ha denunciato con l'ADUSBEP (Associazione Difesa Utenti Servizi Bancari e Finanziari) questo sperpero di denaro pubblico. Chiudo, forse perché parte da un esborso imprevedibile, e per la Procura illecito di oltre 3 miliardi di euro in pochi giorni, a favore di una banca d'affari, o forse perché indigna che lo Stato perda soldi pubblici in scommesse finanziarie vere e proprie. La ringrazio dottor Rivera e mi auguro che ci sia un'inversione di tendenza. Mi auguro anche che quel sistema delle porte girevoli non venga più praticato. Grazie mille.

PRESIDENTE. Grazie a lei. Collega Dell'Olio. Prego.

GIANMAURO DELL'OLIO. Grazie, presidente. Direttore, buongiorno. Tre, quattro domande un po' più nel merito della discussione. Qua c'è scritto che ci sono tabelle, documenti allegati, che non ci sono. Io sono arrivato dopo, mi è stato detto che sono state ritirate, ma quello che a me interessa capire è: voi fate delle analisi su quello che è il costo e la performance dei derivati? Per capire: abbiamo deciso nell'anno x di fare questi contratti, pensavamo di risparmiare e di spendere qualcosa. Stiamo andando bene? Stiamo andando male? Perché di fatto, siccome ogni tanto, poi, si interviene, ho capito che c'è stata un'operazione in cui avete chiuso una posizione, e quindi avete incassato qualcosa. Di fatto quelle posizioni si chiudono per prendere un vantaggio sul mercato, oppure perché potevamo avere sbagliato una decisione, perché capita, come diceva il collega Lannutti. Io ho una posizione diversa sui derivati. I derivati, se gestiti bene, per questioni di copertura di *hedging* vanno bene, se utilizzati per fare investimenti, per fare finanza, per cercare di prendere e portare i soldi a casa, talvolta si va male. E questa è una cosa che non dovrebbe essere mai fatta con il pubblico, cosa che invece purtroppo è successo anche in passato. Almeno io ho l'esperienza con quello che è

successo in Acquedotto Pugliese dove è successo un bagno di sangue. E lì chi ci ha guadagnato sono stati gli emittenti, i soggetti che hanno piazzato i derivati, e forse anche i professionisti che li hanno piazzati, vedendo la carriera che hanno fatto.

Di base, quello che mi interessa capire è se voi fate queste analisi, qual è il risultato? Soprattutto quanto ci costano davvero questi derivati? Il costo effettivo, perché, ovviamente, io faccio un derivato perché ho necessità di coprirmi e allora devo capire se il gioco valeva la candela o meno. Ovviamente, si può fare a posteriori, siamo sotto al cielo. Solo facendo analisi e aggiustando il tiro riusciamo a capire quanto siamo stati «bravi» a gestire la situazione.

L'altra domanda. Per l'attivazione di questi strumenti, decidete voi, con la vostra struttura, come operare? E quindi, poi dopo, effettuate gare fra i vari fornitori per piazzare l'offerta? Oppure avviene il contrario, cioè si propongono i soggetti esterni, e poi a questo punto voi li valutate e operate? Non riesco a capire se con la vostra struttura siete voi operativi in prima persona, o agite su *imput* esterno, e poi dopo operate. Collegato a questo, in che misura eventuali investitori istituzionali possono influenzare la collocazione dell'onerosità dei contratti dei derivati?

Infine, l'impatto sui titoli, quello che può succedere al nostro credito se voi doveste decidere di chiudere tutti questi derivati esistenti oggi, o se avete una previsione di poter andare e chiudere, come avete fatto in passato su alcune posizioni. Queste posizioni pensate di chiuderle a breve, di tenerle a scadenza, qual è la strategia futura? Ultima cosa. Cosa ne pensa di quello che è successo per quella situazione del famoso pagamento del super derivato della *Morgan Stanley*? L'impatto che ha avuto sulle nostre posizioni, quindi al di là dei forse 2, 3 o 4 miliardi, questo impatto quanto ha creato problemi allo Stato italiano? Perché quella è stata una decisione che probabilmente ha avuto un impatto notevole. Grazie.

PRESIDENTE. Collega Perosino, prego.

MARCO PEROSINO. Grazie Presidente e grazie Direttore. Su questo meccanismo delle porte girevoli concordo con Lannutti, deriva dal fatto che nei ministeri chiave, da troppo tempo, sono imposti dei nomi di persone di assoluto valore, ma che non fanno parte della politica e quindi non hanno la mediazione politica, il senso della mediazione e non devono rispondere sostanzialmente a nessuno se non al Capo del Governo, quindi non è un eletto ma un nominato. Questo lo dico qua, in Commissione a lei che non ne può niente, ma come puro esercizio di libertà.

Il meccanismo dei derivati, a mio avviso, senz'altro tecnicamente ha molta aleatorietà e anche un senso di scommessa, e quindi nel pubblico è molto delicato. Il meccanismo che lei ci ha descritto bene, è reso omogeneo da delle componenti tecniche e da confronti, e quindi per lo Stato può essere utilizzato. Non lo so, adesso vedremo dalle tabelle, se riuscirò a capire, quanto è costato negli anni. Per gli altri enti pubblici, regioni, comuni e altri enti è stato giusto vietarne l'uso, perché in alcuni casi, quando i costi furono altissimi e determinarono il bagno di sangue citato, la scusante fu in alcuni casi in giudizio che « Il contratto era scritto in inglese, non lo capivamo e quindi siamo stati vittime del meccanismo ». Per cui è stato giusto operare in questo modo. Per lo Stato ormai il meccanismo è collaudato, ha queste contemperanze di maggiore equilibrio. Quello che voglio chiedere è questo: lei, Direttore, conosce la situazione economica generale e credo che possiamo convenire tutti che siamo di fronte a un qualcosa, la guerra, che sta cambiando il mondo e che probabilmente determinerà nell'economia dei sussulti pazzeschi, imprevedibili, ma senz'altro dannosi, deleteri, pericolosi per tutti. Nel meccanismo che lei ha descritto e col quale il MEF opera, lei pensa che siamo sufficientemente coperti rispetto ai tassi di interesse, al sistema generale del debito pubblico che col Covid e altre misure è aumentato a dismisura? La domanda specifica è: lei pensa che siamo sufficientemente coperti?

PRESIDENTE. Grazie. Non ho altri interventi, volevo fare una domanda anch'io: alla luce della crisi tra Russia e Ucraina quale potrebbe essere l'impatto di un aumento dei tassi d'interesse? Come valuta questo possibile scenario sul *mark to market* e le uscite per lo Stato? Se non ci sono altri interventi, do la parola al Direttore, prego.

ALESSANDRO RIVERA, *Direttore generale del Dipartimento del Tesoro*. Grazie per le domande. I punti dell'onorevole Lannutti. Per quanto riguarda la trasparenza, quando ho detto che il grado di trasparenza assicurato dal Tesoro sulla gestione del debito, e in particolare sul tema dei derivati, è tra i più elevati al mondo, faccio riferimento alla situazione attuale. Stiamo parlando di una situazione che è cambiata nel corso del tempo, con un progressivo miglioramento degli standard. Il livello a cui ci troviamo adesso, ne ho già parlato nell'audizione dell'ottobre del 2020, ribadisco che è in assoluto tra i più trasparenti al mondo. C'è stato un rapporto pubblicato dalla Banca d'Italia, che cito brevemente: « Le informazioni quantitative diffuse sul portafoglio di derivati da parte delle Amministrazioni che ne fanno uso sono in genere molto limitate. Undici Paesi dei ventitré, che oltre all'Italia dichiarano di far ricorso a strumenti derivati nella gestione del debito, non pubblicano nessun dato in merito al portafoglio. Per altri dieci le informazioni pubblicate sono solo parziali. Solo tre Paesi, oltre all'Italia, la Danimarca e l'Irlanda, pubblicano dati quantitativi che si possono ritenere completi ». Questa è la situazione oggi.

Per quanto riguarda l'operatività che c'è stata nel passato al Tesoro, c'è un punto che credo sia utile fare, e che mi sento di poter fare in totale serenità. Nessun contratto derivato che sia stato sottoscritto dal Tesoro può essere stato a condizioni non di mercato. Quindi noi abbiamo i nostri modelli, le banche hanno i loro, la definizione del prezzo ha dei requisiti di oggettività. Non c'è stato un trasferimento di ricchezza nel momento in cui il derivato è stato sottoscritto. Si può discutere sulla strategia, si può discutere sugli effetti *ex post*, ma

gli effetti *ex post* sono una cosa molto, molto diversa da quella che è la valutazione che viene fatta nel momento in cui il derivato è sottoscritto. Se andiamo a fare una valutazione *ex post* l'attività in derivati posti in essere dal Tesoro ha prodotto degli esborsi netti, questo è un dato oggettivo. Immagino che di questo dia conto la ricerca a cui faceva riferimento lei. E tuttavia rispetto ad altri Paesi, che sono stati citati, la posizione strategica, e rispetto ai rischi che un gestore del debito ha, è radicalmente diversa da quella italiana. Noi abbiamo un livello di debito estremamente elevato rispetto a quei Paesi. La nostra strategia deve tenere conto di una esposizione significativamente superiore del nostro Paese al rischio di tasso, e quindi a rischio di rialzi dei tassi. Questo ci porta ad avere una strategia che è sistematicamente orientata a cercare di tenere lunga la *duration* del nostro portafoglio di debito. Tenere lunga la *duration*, e con questo credo di cominciare a coprire anche alcuni dei temi sollevati dall'onorevole Dell'Olio, per noi significa che prima che un aumento dei tassi si rifletta nel costo del nostro intero debito, devono passare più di sette anni, e noi cerchiamo di tenerla il più lunga possibile, in modo da limitare la nostra esposizione al rischio che i tassi si rialzano. Altri paesi hanno delle valutazioni strategiche diverse perché hanno una posizione di debito diversa, e ritengono opportuno, e possono anche permettersi in alcuni frangenti, di accorciare la *duration*. Usano i derivati per essere più esposti all'andamento dei tassi a breve, e in questo modo possono riuscire a ottenere anche dei movimenti in positivo in uno scenario di tassi in discesa. Questo poi è il dato di fondo con il quale noi ci dobbiamo confrontare *ex post*. Questa è la strategia del Tesoro, veniamo da un trend di mercato ultradecennale, in cui i tassi sono andati sistematicamente scendendo. Il Tesoro si protegge dal rialzo, è inevitabile che se i tassi continuano a scendere la attività in derivati non produca un arricchimento, ma produca degli esborsi più alti che se i derivati non fossero stati fatti. Tuttavia questo è un'attività di *hedging*, quello che in qualche

modo il derivato non ci dà è più che compensato, abbondantemente più che compensato dal fatto che i tassi stanno andando giù. Viceversa se i tassi si fossero mossi in un'altra direzione, il portafoglio dei derivati avrebbe fatto la funzione per la quale è stato posto in essere, che è quello che è accaduto, come ricordavo nella relazione, nel 2021, quando i tassi sono andati su e il *mark to market*, il valore di mercato, quindi non l'esborso da parte del Tesoro, ma il valore teorico di quel portafoglio se fosse liquidato, è aumentato per il Tesoro di più di 10 miliardi. Il portafoglio dei derivati che il Tesoro ha in essere se c'è un rialzo continuerà a performare in questo senso, quindi aumenterà il *mark to market* e i flussi di cassa diventeranno positivi per il Tesoro.

Lei citava dei passaggi del Procuratore della Corte dei Conti. Noi abbiamo una valutazione diversa sull'attività che è stata fatta, come è del tutto legittimo che ci sia una divergenza di valutazioni. Noi non riteniamo che siano state poste in essere delle scommesse finanziarie. Rispondo anche alla domanda dell'onorevole Dell'Olio sull'operazione *Morgan Stanley*.

L'operazione *Morgan Stanley* è stata una chiusura anticipata di un derivato in essere che ha comportato all'atto della chiusura il pagamento di una somma. Questo è un dato di fatto noto. Quali siano stati gli impatti sul Tesoro andrebbe anch'esso valutato, e si può valutare *ex post* con quello che è stato l'andamento di mercato da quel momento ad oggi. Quel derivato se fosse rimasto in essere avrebbe generato dei flussi di cassa e avrebbe un valore di mercato nettamente peggiore per il Tesoro oggi, e avrebbe generato dei flussi di cassa in uscita più elevati di quelli che sono stati pagati al momento della sua chiusura. Possiamo dire oggi che la chiusura di quel derivato è stata nei fatti un vantaggio netto per il Tesoro.

Le indagini sui costi. Noi naturalmente facciamo un'operazione di manutenzione continuativa del portafoglio derivati e in generale del nostro consistente debito pubblico, perché il contesto di mercato è estremamente dinamico, con variazioni continue, anche nell'arco della stessa gior-

nata si possono registrare dei picchi di volatilità. Siamo tenuti ad avere un monitoraggio costante di quello che accade sul mercato e dei riflessi che questo ha sulla nostra esposizione complessiva, debito e derivati. La decisione di arrivare a valutare una chiusura di una posizione, una ristrutturazione, è connessa a questa attività di monitoraggio, e ne ho fatto cenno anche nella relazione. È possibile che delle operazioni vengono poste in essere con un orientamento strategico, che viene definito al momento in cui l'operazione si fa, poi *ex post* la situazione può essere anche molto diversa da gli scenari che si prospettavano al momento in cui l'operazione è fatta. Ci sono dei casi in cui alcune posizioni non hanno più una funzione utile e, come ho detto, noi cerchiamo di spostarci su una composizione il più possibile efficiente sulla frontiera del portafoglio efficiente. Questo può rendere opportuno, utile e vantaggioso chiudere alcune posizioni. Viene fatto nel modo che ho detto, c'è la relazione dell'ottobre 2020 che è agli atti di questa Commissione, che è pressoché integralmente dedicata a operazioni di ristrutturazione. Lì potete seguire proprio la narrativa, la storia di ogni singola operazione di ristrutturazione e capire la logica che abbiamo seguito di volta in volta. Per quanto riguarda capire il costo e capire se l'operazione ha pagato, rinvio a quello che ho detto. Noi ci compriamo dal rialzo, i tassi sono andati costantemente a ridursi. Questo è un ottimo risultato, è un ottimo scenario di mercato per il Tesoro, nel complesso il nostro costo di finanziamento del debito è diminuito significativamente. Siamo costantemente, ogni anno, a rivedere il nostro costo medio del debito e la spesa per interessi, che è andata giù con essa. Questo trend storico di riduzione dei tassi ha portato soltanto vantaggi; per la componente che era dedicata alla protezione del rischio dei tassi questa ha portato qualche svantaggio, ma le proporzioni sono decisamente a favore della componente tasso sul debito esistente.

Decidiamo noi se è il caso di rivedere delle posizioni e quando arriviamo alla conclusione che sia opportuno intervenire,

poi, interloquiamo con gli operatori di mercato, con gli specialisti in particolare che hanno le capacità tecniche di porre in essere queste operazioni. Ne sentiamo più d'uno, a cominciare da quello con il quale l'operazione è aperta e che può essere a sua volta interessato a un'operazione di ristrutturazione.

Non riteniamo ci siano ragioni per la chiusura delle posizioni in essere. È nel complesso una posizione di protezione del rialzo dei tassi. Ripeto, nel 2021 ha prodotto una valorizzazione positiva di 10 miliardi. Se dovesse esserci uno scenario di ulteriore rialzo continuerà quel portafoglio a performare esattamente in quella direzione.

Per quanto riguarda l'onorevole Perosino, se siamo coperti rispetto a tassi di interesse. Al rialzo dei tassi d'interesse sì, siamo coperti, nel senso che noi abbiamo effettuato delle stime che sono state una parte degli elementi per la definizione della legge di bilancio e per gli stanziamenti nei capitoli che sono dedicati al pagamento dei tassi d'interesse. Non ci sono in questo momento degli elementi che portino a pensare che la spesa per interessi sia significativamente superiore a quella stimata. Per quanto, invece, riguarda l'elemento sostanziale, quello di mercato, vale quello che dicevo. Abbiamo una *duration* del debito molto lunga. Queste operazioni in derivati che abbiamo realizzato dall'ottobre del 2020 ad oggi hanno aiutato anche ad allungarla ulteriormente, quindi il rialzo si riflette nel nostro costo complessivo del debito in tempi molto lunghi, ci vogliono, come dicevo prima, più di sette anni perché, ad esempio un rialzo dell'1 per cento si traduca in un aumento del nostro costo del debito dell'1 per cento complessivo.

Vengo all'ultima domanda, quella della Presidente. L'impatto dell'aumento dei tassi d'interesse al momento è piuttosto contenuto, anzi direi che una reazione del mercato rispetto alla crisi in Ucraina è stata forse più in direzione opposta, nel senso che i tassi a tratti si sono abbassati perché c'è stata una cosiddetta « fuga dal rischio », e questo porta a spostare risorse spesso sul debito, anche debito pubblico. Alcune aspet-

tative, che si sono generate recentemente sulla possibilità che l'Europa voglia dare una risposta comune e forte, hanno portato negli ultimissimi giorni a una compressione dello *spread* rispetto al Bund tedesco. Il *mark to market* resta significativamente negativo, siamo a circa 23 miliardi di *mark to market* negativo, e tuttavia al netto della crisi, se così è possibile dire, perché naturalmente nessuno può prevedere quanto duri e che effetti complessivi possa avere, l'aspettativa antecedente alla crisi ucraina era di un progressivo aumento dei tassi d'interesse. Se questo scenario tornasse a essere quello centrale ovviamente l'aspettativa è che il *mark to market* dell'esposizione in derivati del Tesoro si riduca, migliori significativamente per noi come è stato già nel 2021.

PRESIDENTE. Prego collega Lannutti, voleva precisare altro?

ELIO LANNUTTI. Sì, grazie. Nulla di personale semplicemente domande, dialettiche per cercare di capire e ognuno magari può anche fare autocritica. Noi abbiamo scenari, dottor Rivera, scenari macroeconomici, abbiamo un'economia di guerra, un'inflazione aumentata, abbiamo un aumento delle materie prime e le sanzioni, tutti elementi che preludono ad un aumento dei tassi d'interesse, non solo in Europa e anche negli Stati Uniti d'America, al punto che la Fed (*Federal Reserve System*) ha già annunciato che ci saranno almeno un paio di aumenti nell'anno in corso. Alla luce di questo, io ritengo che questa copertura dei derivati si possa tradurre in altri bagni di sangue. Questa è una mia opinione, altri bagni di sangue.

Poi ritorno anche su alcune clausole contrattuali, non quelli che avete stipulato di recente, negli ultimi due, tre anni, quattro anni, ma in quelle clausole contrattuali antiche, in alcuni casi sono state anche dimenticate le clausole di chiusura anticipata (contratto *Morgan*). Io ritengo che bisogna dire la verità. Ognuno di noi avrebbe il dovere di dire la verità, anche perché, quanto coprono i contratti derivati sul debito pubblico? Se ci sarà un aumento dei

tassi che coperture si possono dare? Sono dati un po' così. Poi l'ultima domanda che le volevo fare. Voi utilizzate dei software? Per esempio, scenari probabilistici sugli scenari che possono verificarsi? Questo anche perché lei ha parlato di analisi *ex ante*, quali erano le soluzioni informatiche? Chi al Tesoro è in grado di farle? E perché non sono stati utilizzati quegli strumenti che alcuni dirigenti della Consob avevano? Quali scenari probabilistici avevano previsto per evitare questi bagni di sangue?

Non voglio aggiungere altro, l'unico auspicio è che, se lei potesse rispondermi, se lei può escludere che per gli enti locali venga resuscitata la stipula di contratti derivati. Poi, infine, per quanto riguarda la Corte dei conti, io mi auguro che quei funzionari e dirigenti, ex ministri, ex direttori, abbiano agito in buona fede. Io sono quello che non augura il male a nessuno, però si dovrà pronunciare. La sentenza della Corte dei conti è attesa quindi aspettiamo anche a vedere. La ringrazio molto.

PRESIDENTE. Bene, rapidamente. Prego dottor Rivera.

ALESSANDRO RIVERA, *Direttore generale del Dipartimento del Tesoro*. Sì, in modo sintetico. Sullo scenario rialzo FED, se ci fosse un rialzo il portafoglio dei derivati non ci creerà problemi, ci creerà dei vantaggi. Non entrerei nel merito della clausola *Morgan Stanley*, perché è una cosa estremamente tecnica, lo possiamo fare ma è piuttosto lunga e complessa. Peraltro immagino che a breve con la sentenza ci sarà abbondanza di materiale disponibile per tutti per farsi un'idea sulla valenza di quella clausola e le sue implicazioni. Oggi non ce ne sono più di clausole di quel genere, questo lo avevo già ricordato nell'ottobre del 2020.

Per quanto riguarda scenari probabilistici, ne ho parlato nella relazione. Facciamo uso abbondante di valutazioni stocastiche, sono un elemento strutturale della definizione della nostra strategia, con una strumentazione estremamente sofisticata che non ha nulla da invidiare a quella che usano le nostre controparti bancarie.

PRESIDENTE. Bene, non ho altri iscritti a parlare. Ringrazio il dottor Rivera e autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta della parte libera della relazione che ha consegnato. Senatore Lannutti lei aveva una richiesta?

ELIO LANNUTTI. L'acquisizione dello studio del dottor Franco Mostacci, che è uno statistico. È uno studio che può essere utile, se si ritiene di acquisirlo agli atti. Grazie mille.

PRESIDENTE. Se non ci sono obiezioni da parte della Commissione, dispongo l'acquisizione agli atti dell'articolo segnalato dal Senatore Lannutti, dal titolo *Don't look*

back in anger: l'utilizzo dei derivati nella gestione del debito pubblico italiano, di Mauro Bucci, Ilaria de Angelis ed Emilio Vadalà, pubblicato nel mese di marzo 2020 dalla Banca d'Italia, nella rivista *Questioni di economia e finanza*. Mi riservo di sottoporre all'Ufficio di presidenza la richiesta del Senatore Lannutti di audire in materia il dottor Franco Mostacci.

Dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 9.40.

*Licenziato per la stampa
il 12 ottobre 2022*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO

**RELAZIONE DEL DIRETTORE GENERALE DEL TESORO IN AUDIZIONE PRESSO
LA COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA SUL SISTEMA BANCARIO E
FINANZIARIO INERENTE L'AGGIORNAMENTO SULL'ATTIVITA' IN STRUMENTI
FINANZIARI DERIVATI DELL'AMMINISTRAZIONE CENTRALE DELLO STATO**

10 MARZO 2022, ORE 8.30

Introduzione

Con la presente Relazione si intende dare seguito alle richieste di questa Commissione circa un aggiornamento dell'operatività in strumenti finanziari derivati da parte dell'Amministrazione centrale dello Stato focalizzato sui seguenti tre profili:

- i) una descrizione del portafoglio derivati della Repubblica e della sua composizione al 31 dicembre 2021 nonché la sua più recente evoluzione nei mesi di gennaio e febbraio dell'anno in corso;
- ii) una descrizione delle attività inerenti il sistema cosiddetto di “collateralizzazione”, finalizzato alla gestione dell'esposizione al rischio di controparte derivante dagli strumenti finanziari derivati, con particolare riferimento a quelle poste in essere dopo l'ultima audizione;
- iii) una descrizione delle strutture tecniche, dei modelli decisionali e della *governance* che attualmente caratterizzano l'attività in strumenti finanziari derivati svolta dal Dipartimento del Tesoro.

La composizione attuale del portafoglio derivati e la sua più recente evoluzione

Il portafoglio derivati della Repubblica Italiana può essere rappresentato sulla base delle finalità di gestione del debito che il Tesoro persegue mediante l'utilizzo di questi strumenti.

In primo luogo, vi sono i *cross currency swap*, che consentono al Tesoro di immunizzarsi rispetto al rischio del tasso di cambio derivante dalle emissioni denominate in valuta estera. Con questi contratti il Tesoro fissa al momento dell'emissione dei titoli in valuta il corrispettivo in euro che dovrà essere erogato per onorare le obbligazioni connesse con questo particolare tipo di emissioni.

In secondo luogo, vanno menzionati gli *interest rate swap* (IRS) di “copertura” che sono riferiti a specifiche emissioni di debito denominate in euro. Con questi strumenti il Tesoro modifica sinteticamente la sua esposizione ai rischi di tasso di interesse che provengono dai titoli sottostanti (ad es. trasformando un'esposizione a tasso variabile del titolo senza swap in un'esposizione a tasso fisso considerando congiuntamente il titolo insieme allo swap).

Vi sono poi gli “IRS di duration” in cui vengono ricompresi tutte quelle posizioni in strumenti derivati riconducibili alla strategia di protezione dal rialzo dei tassi di interesse e di allungamento della *duration*. In tal caso lo strumento derivato non è associato ad una specifica emissione e svolge il ruolo di contribuire alla gestione del rischio di interesse complessivo del combinato debito più derivati.

Seguono poi gli “IRS ex-ISPA”, che ricomprendono tutti i contratti derivati associati alle passività della società Infrastrutture S.p.A. oggetto dell'accollo da parte del Tesoro disposto dalla Legge finanziaria per il 2007.

In ultimo si segnala la categoria delle “Swaption” in cui sono incluse, solo per memoria, le *receiver swaption stand-alone* - ossia non collegate a IRS preesistenti - presenti nel portafoglio derivati solo fino alla prima metà del mese di giugno 2020. Si tratta di contratti che davano la facoltà alle controparti del Tesoro di entrare in un IRS in cui pagavano tasso variabile e ricevevano dal Tesoro stesso un tasso fisso.

A questo elenco di tipologia di contratti si aggiunge un esiguo numero di posizioni riferite alla gestione degli attivi in base all'operatività prevista ai sensi della Legge finanziaria per il 2005 (Legge 30 dicembre 2004, n.311). Tale operatività costituisce l'unica eccezione alla finalità di gestione del debito pubblico nell'utilizzo dei derivati in quanto consiste nella attività di gestione di posizioni attive dello Stato, disposta ai

sensi dell'art.1, comma 78 della legge finanziaria appena menzionata, relativa a parte del portafoglio di mutui concessi dalla Cassa Depositi e Prestiti agli enti locali e trasferiti al Tesoro nel dicembre 2003 a seguito dell'uscita della Cassa dal perimetro delle Pubbliche Amministrazioni.

Questa Commissione ha già potuto visionare i dati relativi alla consistenza del nozionale complessivo del portafoglio derivati con riferimento alla data del 30 giugno 2020 in occasione della precedente audizione. Alla data del 31 dicembre 2021, il nozionale del portafoglio risulta pari a circa 103,8 miliardi di euro, con un incremento di poco superiore agli 8 miliardi rispetto al dato a suo tempo fornito pari a quasi 96 miliardi. Tale incremento è imputabile sostanzialmente all'effetto netto di due fattori. Da un lato l'incremento determinato dalla stipula di contratti di *cross currency swap* per la copertura di nuove emissioni in dollari effettuate nel 2020 e nel 2021 (6,8 miliardi, al controvalore in euro) nonché l'avvio di un programma di allungamento della duration del portafoglio, mediante la sottoscrizione di nuovi IRS di "duration" sul segmento a 30 anni (per 5 miliardi di euro). Questo programma è stato avviato anche in ragione del livello dei tassi d'interesse europei che si è mantenuto particolarmente basso anche sul segmento a lungo termine, con valori minimi addirittura in territorio negativo, consentendo quindi al Tesoro di perseguire la sua strategia di protezione dal rischio di tasso di interesse a condizioni particolarmente vantaggiose. I nuovi *swap* sono infatti stati sottoscritti ad un tasso medio a pagare a 30 anni di soli 32 punti base, contribuendo a ridurre il costo medio che il Tesoro paga sull'intero portafoglio derivati. D'altra parte, la tempistica adottata è stata sicuramente premiante dal momento che questi contratti hanno generato in poco tempo valore di mercato positivo nel momento in cui si è manifestato un sostanziale rialzo dei tassi d'interesse europei.

Dall'altro lato la variazione del nozionale del portafoglio è stata determinata dalla scadenza naturale di alcuni contratti, dalla cancellazione di alcuni di essi anche a seguito del riacquisto del titolo sottostante, o per ammortamento delle quote di nozionale, per un totale di circa 3,8 miliardi tra il 30 giugno 2020 e la fine del 2021. In particolare, va menzionata l'importante operazione di cancellazione di otto posizioni,

di cui sette IRS e un CCS (sostituito con uno nuovo totalmente a mercato): la chiusura anticipata di queste posizioni, che ha prodotto un incasso considerevole per il Tesoro corrispondente al loro valore di mercato, si deve al fatto che tali swap non erano più rispondenti agli obiettivi strategici perseguiti mediante l'utilizzo di strumenti derivati, avendo perso l'originaria funzione di copertura efficiente di passività del Tesoro. In taluni casi era venuta infatti meno l'originaria funzione in quanto i titoli oggetto della copertura via derivato erano stati rimborsati anticipatamente oppure non erano stati rifinanziati, diversamente da quanto inizialmente previsto, o ancora avevano subito delle modifiche al tasso cedolare. In altri casi la copertura non risultava più efficiente essendo il tasso fisso pagato nello swap fortemente fuori mercato, a fronte della cedola variabile indicizzata all'Euribor pagata nel bond. Considerato il livello generale dei tassi d'interesse europei, il Tesoro ha preferito mantenere il titolo privo di copertura, visto che i suoi flussi cedolari sui titoli sono nulli e si stimano rimanere tali per svariati anni (per effetto dei fixing dell'Euribor in territorio negativo).

All'incremento di nozionale ha fatto riscontro un sensibile miglioramento del *mark-to-market* del portafoglio, pari a circa 10,5 miliardi di euro tra la fine del 2020 e la fine del 2021 laddove, invece, alla fine del 2020 il valore era rimasto sostanzialmente stabile rispetto alla fine del primo semestre. La variazione del *mark-to-market* riscontrata nel corso del 2021 è stata trainata sostanzialmente dal comparto degli IRS di duration che hanno risentito del sostanziale rialzo dei tassi di interesse di mercato, di circa 55 punti base in media sui segmenti della curva euro più significativi per il portafoglio.

Nei primi due mesi del 2022, il nozionale del portafoglio derivati ha registrato di converso una diminuzione di 4 miliardi di euro per effetto di una ristrutturazione. Infatti, la ristrutturazione è andata ad agire su una posizione esistente allungando la scadenza e riducendo il tasso fisso con la contestuale chiusura di una opzione che potenzialmente avrebbe fatto entrare il Tesoro in un nuovo swap, con flussi di pari

importo ma di segno opposto rispetto a quelli dello swap originale. Proprio la chiusura di quest'ultima opzione ha determinato la riduzione del nozionale di 4 miliardi sopra citata.

Il *mark-to-market* dell'intero portafoglio derivati, infine, ha proseguito il suo percorso di miglioramento, attestandosi a poco meno di 23 miliardi di euro, per effetto di un ulteriore rialzo dei tassi dei primi due mesi del 2022, mediamente per circa 40 punti base.

Come da richiesta di questa Commissione vengono allegati i dati relativi al nozionale e al *mark-to market* dei singoli contratti, le controparti, nonché i flussi lordi e netti di cassa generati dai diversi contratti.

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

Come ricordato nel corso dell'ultima audizione, grazie al decreto ministeriale n. 103382 del 20 dicembre 2017 (d'ora in poi "Decreto Garanzie"), a partire dal 2018 il Tesoro è stato impegnato nel progetto volto a introdurre i contratti di garanzia (cosiddetti *Credit Support Annex - CSA*) per gestire l'esposizione del rischio di controparte derivante dalla sottoscrizione e gestione degli strumenti derivati. Tali contratti, disciplinati ai sensi della legge italiana in coerenza con il diritto che già regola ogni ISDA Master Agreement della Repubblica Italiana e tutte le *confirmations* dei singoli derivati, si configurano come allegati ai contratti quadro ISDA Master Agreement che il Tesoro ha in essere con le singole controparti e sono pienamente allineati agli standard di mercato.

Le scelte del Tesoro circa le caratteristiche dei contratti CSA da stipulare sono state guidate, da un lato, dai vincoli di finanza pubblica, come previsto all'art. 6, comma 3 del "Decreto Garanzie", e dall'altro da esigenze organizzative, e hanno portato alla

predisposizione di un formato CSA non standard, con marginazioni bimensili fissate il 4 e il 19 di ogni mese e garanzia costituita da contanti in euro, ai sensi dell'art. 5 del citato Decreto Garanzie.

Le risorse per versare le garanzie provengono da 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 sono trasferite ad una Contabilità Speciale, appositamente istituita.

I CSA stipulati ad oggi si distinguono in due diverse tipologie: quelli riferiti a operazioni derivate già in essere alla data di stipula del contratto di garanzia e quelli relativi a operazioni concluse successivamente alla stipula dei CSA.

Per quanto riguarda i primi, sono state prese in considerazione le controparti che presentavano un'esposizione creditizia nei confronti della Repubblica Italiana superiore a una soglia fissata annualmente nel “Decreto Cornice”, secondo quanto previsto dall' art. 6, comma 1, lettera b) del “Decreto Garanzie”. La struttura di questi *collateral* è anche finalizzata al contenimento degli importi in uscita per la Repubblica Italiana, prevedendo l'applicazione 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 struttura di soglie e importi massimi si estende su un arco temporale che tiene conto della necessità di mediare tra l'esigenza di sostenibilità della garanzia dal punto di vista delle finanze pubbliche e quella di fornire alle controparti una garanzia totale all'esposizione complessiva nei confronti della Repubblica entro un ragionevole numero di anni. I contratti di questo tipo sono stati conclusi prevalentemente nel corso del 2018 (tre su quattro attualmente in vigore) ed uno alla fine del 2020.

Per quanto riguarda, invece, i contratti riferiti a operazioni in derivati eseguite successivamente alla firma dell'accordo, ai sensi dell'art. 6 comma 1 lett. a) del Decreto Garanzie”, tra la fine del 2018 e l'inizio del 2019 con ogni singolo Specialista

in titoli di Stato sono stati stipulati CSA nel medesimo formato in modo da conseguire uniformità in un'ottica di equo trattamento. Di tali contratti ad oggi ne sono stati attivati nove. L'attivazione di un contratto di garanzia indica che con la controparte del CSA si è stipulato almeno un contratto derivato che ricade sotto la copertura dalla garanzia stessa e, di conseguenza, si è avviata un'attività regolare di marginazione alle date contrattualmente definite.

L'attività contrattuale relativa alla prestazione di garanzie, svolta fino ad oggi, ha messo a disposizione del Tesoro un efficiente strumento di mitigazione del rischio di controparte consentendogli di attivare strategie di emissione e gestione del debito precedentemente precluse per via dei costi troppo elevati da sostenere per compensare un rischio di controparte privo di qualunque forma di copertura. Ne sono esempio le emissioni denominate in dollari statunitensi, coperte con operazioni di *cross currency swap*, e l'attività di allungamento della *duration* del debito posta in essere anche tramite operazioni di *interest rate swap*.

Se guardiamo al totale dei contratti CSA oggi in essere, il numero di quelli attivi è oggi pari a tredici, cinque in più rispetto a quelli segnalati nella precedente audizione. Di questi cinque nuovi contratti uno, concluso alla fine del 2020, è riferito ad operazioni derivate in essere alla data di stipula del contratto di garanzia e quattro sono relativi a operazioni concluse successivamente alla stipula dei CSA. Di questi quattro, in particolare, uno è stato attivato nel 2020, due nel 2021 e l'ultimo nel 2022.

Alla data dell'ultima marginazione effettuata (4 marzo 2022), il valore di mercato delle operazioni sottoposte a contratto di garanzia bilaterale, risultava pari a circa il 75% del valore di mercato dell'intero portafoglio derivati, mentre era al 60% all'epoca dell'audizione tenutasi ad ottobre 2020.

Per effetto della diversa struttura dei contratti di CSA, l'incidenza del *collateral* versato/incassato sul valore di mercato delle posizioni è molto diversa a seconda delle

due tipologie di contratto, ovvero quelli su operazioni già in essere alla data di stipula del contratto di garanzia e quelli relativi ad operazioni concluse successivamente alla suddetta data. Nel primo caso (contratti su operazioni pregresse) il *collateral* versato equivale a circa il 31% del valore di mercato delle posizioni garantite, a causa proprio del meccanismo contrattuale che prevede un importo della garanzia gradualmente crescente nel tempo, mentre nel secondo caso (contratti su operazioni nuove) il *collateral* netto complessivamente incassato è pari quasi alla totalità del valore del *mark-to-market* delle posizioni poste sotto garanzia.

Strutture tecniche, modelli decisionali e governance

L'attività di sottoscrizione e gestione delle operazioni in strumenti derivati, analogamente alla totalità delle altre attività di emissione e gestione del debito pubblico, viene svolta in aderenza a quanto previsto dal decreto del Ministro emanato annualmente ai sensi dell'art. 3 del DPR 398/2003 – *Testo Unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico* (cosiddetto Decreto Cornice) - e tenuto conto degli obiettivi di cui alla Direttiva generale per l'azione amministrativa e la gestione del Ministero dell'Economia e delle Finanze. Quanto previsto in questi provvedimenti viene poi tradotto in termini operativi nelle "Linee Guida della gestione del debito pubblico" che il Tesoro pubblica alla fine di ogni anno per l'anno successivo.

La Direttiva generale in vigore ha individuato l'obiettivo strategico dell'efficace ed efficiente gestione del debito pubblico, prioritariamente orientata a contenerne il costo e a prolungarne o stabilizzarne la vita media. Coerentemente con questo obiettivo generale, il Decreto Cornice detta le linee di riferimento per l'azione della Direzione del Debito Pubblico all'interno del Dipartimento del Tesoro, ed alcuni specifici obiettivi operativi. In particolare, all'art. 2 si prevede che nell'emissione di prestiti a copertura del fabbisogno del Settore Statale, si debba aver cura di "...*contemperare*

l'esigenza di acquisire il gradimento dei mercati con quella di contenere il costo complessivo dell'indebitamento in un'ottica di medio-lungo periodo, considerata l'esigenza di protezione dal rischio di rifinanziamento e di esposizione a mutamenti dei tassi di interesse". Nel successivo articolo 3 viene precisato che "Il Dipartimento del Tesoro, sulla base delle informazioni disponibili e delle condizioni di mercato, può effettuare operazioni di gestione del debito pubblico, ricorrendo anche a strumenti finanziari derivati. Tali operazioni, in funzione delle specifiche caratteristiche di ciascuna di esse, possono avere come obiettivo il contenimento del costo complessivo del debito, la protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento del debito, nonché il buon finanziamento del mercato secondario dei titoli di Stato".

In attuazione quindi degli indirizzi impartiti dal Ministro, dal punto di vista organizzativo spetta quindi al Direttore Generale del Tesoro coordinare, dirigere e supervisionare l'operato tecnico delle Direzione del Debito Pubblico affinché sia rispondente ai dettati indirizzi di cui sopra. Mentre viene riservata al dirigente generale della medesima Direzione l'adozione degli atti e provvedimenti amministrativi connessi con tutte le operazioni di emissione e gestione del debito pubblico, incluse quelle relative agli strumenti derivati.

Con riferimento particolare a questi ultimi, la strategia generale circa il loro utilizzo viene aggiornata periodicamente dalla Direzione del Debito Pubblico e viene quindi successivamente analizzata, discussa e quindi approvata dal Direttore Generale del Tesoro con eventuali modifiche. Conclusa questa fase, la strategia viene sottoposta al vaglio dell'organo politico che ne verifica la coerenza con la Direttiva generale di cui sopra.

La declinazione operativa di tale strategia viene quindi disegnata in seno alla direzione del Debito Pubblico congiuntamente al resto delle altre attività di emissione e gestione del debito tenendo conto anche dei vincoli propri del mercato sulla base dei quali vengono definite la tempistica, le dimensioni e le caratteristiche specifiche di ogni singola operazione.

L'elaborazione della proposta di strategia di emissione e gestione del debito

Il processo parte innanzitutto dalle emissioni di debito con l'obiettivo di individuare una composizione (portafoglio) ottimale delle stesse. La scelta del portafoglio che si dovrebbe cercare di perseguire viene effettuata esaminando le stime prodotte dal Software di Analisi dei Portafogli di Emissione (cosiddetto SAPE). Si tratta di un modello statistico econometrico frutto di una collaborazione ultradecennale fra la direzione del Debito Pubblico, la Sogei, il CNR ed alcune università.

Tramite tecniche di simulazione stocastiche, il modello effettua l'analisi del costo e del rischio di diversi portafogli di titoli di Stato. La scelta tra differenti possibili portafogli di emissione deve infatti essere ponderata tenendo conto sia del costo, in termini di spesa per interessi attesa, sia del rischio, in termini di possibili deviazioni della previsione della spesa per interessi rispetto a quella attesa, di ogni singolo portafoglio rispetto ad un campione rappresentativo di possibili scenari di evoluzione dei tassi di interesse elaborato come descritto più avanti.

Per ogni portafoglio di emissione si può infatti costruire la distribuzione "stocastica" della funzione costo di finanziamento, rispetto all'insieme degli scenari di evoluzione dei tassi di interesse in esame. Da tale distribuzione si estrapolano le informazioni sul costo medio ed il rischio, che rappresenta l'ampiezza della distribuzione ossia la sua deviazione standard intorno alla media. All'interno del SAPE è inoltre previsto il calcolo di ulteriori misure sintetiche di costo quali ad esempio il livello massimo e minimo, i *valori estremi nelle code della distribuzione* ecc.

Una volta individuati e definiti i due parametri di riferimento, una tecnica consolidata di selezione di portafogli di emissione passa attraverso la costruzione della frontiera efficiente: tale frontiera viene identificata a partire dalla costruzione di un grafico in cui ogni portafoglio è rappresentato da un punto sul piano cartesiano, le cui coordinate sono date dal rischio e dal costo di tale portafoglio. I portafogli sulla frontiera sono quelli per cui ad ogni fissato valore di rischio corrisponde il costo minore o viceversa. Un'importante evoluzione del modello è stata introdotta con lo studio dell'evoluzione temporale della distribuzione del costo di finanziamento di ogni singolo portafoglio. In

questo modo si può avere un controllo accurato sull'evoluzione del costo e del rischio nell'orizzonte di previsione.

Per tutti i possibili portafogli di emissione viene anche calcolata una serie di statistiche finanziarie (*average refixing period, duration*, percentuali di composizione del debito e interessi medi sul debito sia assolute o relativamente ad un periodo di emissione) che consentono al gestore del debito di avere tutte le informazioni necessarie connesse ad ogni possibile scelta in termini di portafoglio di emissione.

Tra i diversi portafogli di emissione calcolati dal SAPE, vengono quindi scelti quelli che perseguono l'obiettivo strategico di un bilanciamento ottimale tra riduzione del costo del finanziamento nel medio e lungo termine e contenimento dei rischi di mercato, essenzialmente il rischio di tasso.

Elemento centrale del SAPE è il modulo di generazione degli scenari di evoluzione dei tassi di interesse, che avviene attraverso il modello di Nelson-Siegel-Svensson. Mediante l'analisi delle serie storiche dei tassi di interesse vengono stimati i parametri del modello e quindi il processo stocastico che ne guida l'evoluzione nel tempo. La generazione degli scenari dei tassi viene quindi posta in essere mediante il metodo Montecarlo di estrazione casuale a partire dal processo stocastico individuato. Il modello deve quindi essere sottoposto ad un periodico processo di calibrazione dei suoi parametri affinché l'elaborazione degli scenari dei tassi tenga conto del loro andamento più recente.

Per arrivare ad elaborare una proposta di strategia di emissione la direzione del Debito Pubblico è anche coadiuvata dal supporto degli Specialisti in titoli di Stato. I portafogli efficienti individuati mediante il modello statistico-econometrico vengono infatti valutati alla luce delle preferenze di mercato, ossia della capacità di assorbimento delle emissioni da parte degli investitori così come riportate dagli Specialisti. Inoltre, ogni politica di emissione obbligazionaria crea nel tempo un profilo di scadenze a medio-lungo termine che costituisce un vincolo oggettivo per la successiva attività di emissione.

E' in questa fase che la proposta si arricchisce anche della strategia sugli strumenti derivati. Eventuali disallineamenti, infatti, tra la struttura di portafoglio resa possibile dal mercato dei capitali e gli obiettivi gestionali individuati attraverso il modello possono essere colmati con l'uso di questi strumenti. L'utilizzo dei derivati da parte del Tesoro deve essere inquadrato proprio nell'ambito più ampio della gestione ottimale del debito pubblico, tenendo conto della loro complementarità con l'attività di emissione: possono essere utilizzati come utili strumenti di riduzione del costo dell'indebitamento nonché di contenimento dei principali rischi, in particolare quelli di tasso di interesse e di tasso di cambio.

La gestione operativa degli strumenti derivati

La declinazione operativa della strategia in derivati può prevedere sia l'esecuzione di nuovi swap (*Interest rate swap* e *Cross currency swap*), sia la loro ristrutturazione o chiusura anticipata rispetto alla scadenza contrattuale. Per pervenire alla singola proposta operativa da sottoporre al vaglio del Direttore Generale del Tesoro gli uffici della direzione del Debito Pubblico conducono un esame preliminare della stessa, per valutarne la rispondenza rispetto alla strategia generale, a cui fa seguito un'analisi di dettaglio, che include una modellizzazione del pricing nonché dei suoi costi di esecuzione. I modelli in uso nella direzione del Debito Pubblico permettono, infatti, di effettuare il pricing di tutte le operazioni da sottoporre ad autorizzazione nonché dei margini operativi da riconoscere alla controparte; tali valori vengono generalmente confrontati anche con le stime prodotte da alcune librerie di pricing proprie di uno dei due principali Info-provider disponibili sul mercato.

Pertanto, tutta questa fase operativa è guidata da modelli statistico metodologici al pari di quelli utilizzati dalle banche, controparti finanziarie del Tesoro nell'esecuzione di un contratto derivato. Quando al Direttore Generale del Tesoro perviene la proposta di una singola operazione, questa è già stata oggetto di un accurato "fine tuning" dei modelli di pricing tra la direzione del Debito Pubblico e le controparti finanziarie, che

dovrà necessariamente condurre ad un allineamento dei modelli stessi per dare seguito al processo autorizzativo. Il Dipartimento si è, quindi, dotato nel corso del tempo di strumenti di analisi finanziaria sempre più evoluti (per tenere conto delle modifiche di modellistica e regolatorie intervenute sui mercati finanziari) e di procedure sempre più articolate per la validazione delle proposte operative, che si sostanziano in un'intensa attività di analisi e contrattazione con le controparti bancarie.

In particolare, si dispone di due diversi software finanziari: uno di tipo integrato che attinge ad unico database e consente di tracciare il processo nella sua interezza – dalle attività di front office (determinazione del valore di mercato dello strumento finanziario) a quelle di back office (pagamenti associati al contratto), passando per un'analisi/reportistica dei rischi di mercato ad esso connessi; il secondo software viene invece utilizzato principalmente per il pricing e si basa su un applicativo finanziario, prodotto e commercializzato da una società privata, composto da un *plugin* (componente aggiuntivo) di Excel e da un insieme di librerie di calcolo già preimpostate per strutture standard, operanti con funzioni di pricing proprietarie, sviluppate secondo modelli standard di mercato. Questo secondo software è chiaramente in grado di gestire anche strutture non standard creando fogli di calcolo ad hoc secondo esigenze specifiche.

Il modello fornisce in output non solo le valutazioni di mercato (*mark-to-market*) dei diversi strumenti finanziari ma anche i principali parametri di sensitività, che servono per stimare la parte dei costi di esecuzione relativi alle coperture delle variabili di mercato (essenzialmente tassi di interesse).

Nella direzione Debito Pubblico si dispone ormai da diversi anni anche di altri modelli econometrici, sempre allineati agli standard vigenti sui mercati finanziari, che permettono di combinare strutture a termine delle curve dei tassi di interessi con stime di probabilità di default di controparti. In particolare, il modello econometrico utilizzato in questo contesto (il modello di *Hull-White ad un fattore*) benché diverso

da quello utilizzato nel SAPE, genera strutture a termine della curva dei tassi d'interesse. La combinazione sopra richiamata tra scenari e stime di probabilità di default provenienti dai Credit Default Swap (CDS) connesse a tali scenari permette di ricavare gli indicatori necessari per quantificare un'altra parte dei margini operativi rivenienti nelle transazioni in strumenti derivati (apertura, chiusura e ristrutturazione), i cosiddetti costi di XVA. In particolare, gli indicatori individuano per ciascuno *swap* l'evoluzione dell'esposizione futura attesa a cui corrisponde un profilo di rischio di credito – rischio di default delle controparti - (Credit Value Adjustment “CVA”) e di funding (Funding Value Adjustment “FVA”). I medesimi indicatori vengono anche utilizzati, in caso di assoggettamento di uno *swap* (o di un portafoglio) al CSA, per stimare la mitigazione dell'esposizione creditizia e la variazione delle proprie disponibilità liquide per la presenza di un margine da corrispondere/incassare. La struttura implicita nel sistema di garanzia serve proprio a ridurre sostanzialmente, benché in taluni casi in modo molto graduale, l'esposizione creditizia di una controparte nei confronti del Tesoro e viceversa.

Conclusioni

Come specificato nella prima parte descrizione ed alla luce dei fogli allegati, il portafoglio derivati attuale è caratterizzato dalla copertura del rischio di tasso di interesse e di cambio. Il peso preponderante è dato dagli *interest rate swap* di *duration*, che comunque costituiscono una copertura della frazione del debito soggetto a variabilità di breve termine del tasso di interesse. La ripresa del programma di emissione in dollari ha portato ad un aumento della copertura del rischio di cambio tramite *cross currency swap* mentre, seppure per importi limitati, è stata avviata un'attività standard di protezione dal rischio di tasso mediante la sottoscrizione di nuove posizioni a 30 anni. Considerando che il nozionale dell'intero portafoglio derivati è stato soggetto a limitate variazioni, l'andamento del *mark-to-market* è stato

essenzialmente caratterizzato dall'evoluzione dei tassi di interesse, nel caso specifico dal loro rialzo negli ultimi periodi e quindi con miglioramento della posizione finanziaria complessiva, da ricondurre anche alla nuova attività di protezione appena richiamata.

Con riferimento al rischio di controparte, con l'istituzione del sistema di collateralizzazione ci si è dotati di un efficiente strumento di mitigazione del rischio suddetto. Ciò ha consentito di attivare strategie di emissione e gestione del debito precedentemente precluse per via dei costi troppo elevati per compensare un rischio di controparte privo di forme di copertura. Il ricorso allo strumento ha ormai superato ampiamente la fase iniziale ed è attivo su un'ampia parte di controparti in strumenti finanziari derivati, ponendosi come strumento ordinario di gestione.

Si è avuto modo poi di rappresentare il processo decisionale che porta alla gestione dell'attività in derivati, basato sulla distinzione tra valutazione politica e gestione tecnica. La strumentazione di cui si dispone è perfettamente idonea all'attività che viene svolta ed assolutamente all'altezza di quella delle controparti che operano con i medesimi strumenti, così come la modellistica finanziaria è da ritenersi molto avanzata, in grado di orientare le decisioni in modo razionale, pur in relazione a fenomeni aleatori.

Riguardo alla richiamata sentenza delle Sezioni Unite della Cassazione si ricorda che essa riguarda i derivati degli enti locali, con riferimento ad un caso specifico di operazioni contratte in un periodo storico in cui ciò era possibile. Occorre ricordare che solo nel 2003 si addivenne, per gli enti territoriali, ad una specifica delle tipologie di strumenti derivati consentiti, ammettendo soltanto quelli più semplici, ritenuti coerenti con una strategia di gestione del debito mirata alla protezione dai rischi finanziari o al contenimento del costo dell'indebitamento. 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, sia volti ad una maggiore trasparenza circa l'impatto sui bilanci degli enti, sia a limitare la relativa operatività. Nel 2008 è stata disposta, infatti, una sospensione temporanea all'attività in derivati (decreto-legge n. 112 del 2008). Tale sospensione è stata resa definitiva in occasione della legge di stabilità per il 2014, sancendo il divieto definitivo di stipulare contratti derivati, fatte salve limitate eccezioni finalizzate a gestire le posizioni esistenti.

PAGINA BIANCA



18STC0183260