

XVI legislatura

Gli strumenti finanziari  
derivati e le  
cartolarizzazioni nelle  
pubbliche amministrazioni

Vol.I

novembre 2008  
n. 63/I



servizio studi del Senato



# Servizio Studi

Direttore Daniele Ravenna

## Segreteria

tel. 6706\_2451

### Uffici ricerche e incarichi

#### Settori economico e finanziario

Capo ufficio: -----

M. Magrini \_3789

#### Questioni del lavoro e della salute

Capo ufficio: M. Bracco \_2104

#### Attività produttive e agricoltura

Capo ufficio: -----

#### Ambiente e territorio

Capo ufficio: R. Ravazzi \_3476

#### Infrastrutture e trasporti

Capo ufficio: F. Colucci \_2988

#### Questioni istituzionali, giustizia e cultura

Capo ufficio: -----

A. Sansò \_3435

S. Biancolatte \_3659

S. Marci \_3788

#### Politica estera e di difesa

Capo ufficio: -----

A. Mattiello \_2180

#### Questioni regionali e delle autonomie locali, incaricato dei rapporti con il CERDP

Capo ufficio: F. Marcelli \_2114

#### Legislazione comparata

Capo ufficio: V. Strinati \_3442

### Documentazione

#### Documentazione economica

Emanuela Catalucci \_2581

Silvia Ferrari \_2103

Simone Bonanni \_2932

Luciana Stendardi \_2928

Michela Mercuri \_3481

Domenico Argondizzo \_2904

#### Documentazione giuridica

Vladimiro Satta \_2057

Letizia Formosa \_2135

Anna Henrici \_3696

Gianluca Polverari \_3567

Chiara Micelli \_3521

Antonello Piscitelli \_4942

---

I dossier del Servizio studi sono destinati alle esigenze di documentazione interna per l'attività degli organi parlamentari e dei parlamentari. Il Senato della Repubblica declina ogni responsabilità per la loro eventuale utilizzazione o riproduzione per fini non consentiti dalla legge. I contenuti originali possono essere riprodotti, nel rispetto della legge, a condizione che sia citata la fonte.

XVI legislatura

Gli strumenti finanziari  
derivati e le  
cartolarizzazioni nelle  
pubbliche amministrazioni

Vol.I

novembre 2008  
n. 63/I

a cura di: M. Magrini  
ha collaborato: V. Satta

Classificazione Teseo: Mercato finanziario. Crediti. Borse  
valori. Finanza locale. Cessione di beni.



## AVVERTENZA

Il presente *dossier* costituisce un supporto documentativo per la 6<sup>a</sup> Commissione permanente (Finanze e tesoro), in vista dello svolgimento di un'indagine conoscitiva riguardante la diffusione, nelle pubbliche amministrazioni, degli strumenti di finanza derivata e delle tecniche di cartolarizzazione.

L'elaborato consta di un inquadramento giuridico dei due istituti sopra menzionati, oltre che di un allegato di documentazione.



# INDICE

## VOLUME I

1.	GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI.....	Pag.	1
1.1.	Inquadramento normativo.....	“	1
1.2.	Alcune tipologie di strumenti finanziari derivati negoziati sul mercato regolamentato .....	“	3
1.3.	Alcune tipologie di derivati <i>over the counter</i> .....	“	8
	Il <i>credit default swap</i> .....	“	9
	<i>Forward rate agreement</i> .....	“	10
1.4.	Le obbligazioni strutturate.....	“	10
1.5.	Gli strumenti finanziari derivati: brevi annotazioni .....	“	12
1.6.	L'impiego dei derivati da parte delle regioni e degli enti locali....	“	13
1.7.	Le previsioni della legge finanziaria per il 2007 .....	“	17
1.8.	Le previsioni della legge finanziaria per il 2008 .....	“	19
1.9.	Il decreto-legge n. 112 del 2008: il divieto di stipulare contratti relativi a strumenti derivati.....	“	20
	La posizione degli enti territoriali nelle trattative con gli intermediari finanziari: la direttiva MiFID .....	“	21
2.	LE CARTOLARIZZAZIONI.....	“	23
2.1.	Profili generali.....	“	23
	La contabilizzazione delle operazioni di cartolarizzazione..	“	25
2.2.	La normativa italiana sulle cartolarizzazioni .....	“	26
	2.2.1. La legge n. 130 del 1999.....	“	26
	2.2.2. La cartolarizzazione dei crediti INPS .....	“	27
	2.2.3. La cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico.....	“	28
	2.2.4. La cartolarizzazione dei crediti della Cassa depositi e prestiti Spa.....	“	30
2.3.	L'analisi della Corte dei conti .....	“	31
2.4.	Le operazioni di cartolarizzazione sponsorizzate dal Ministero dell'economia e delle finanze .....	“	33

## ALLEGATI

### GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

#### Documentazione dottrinale

ISTITUTO DI STUDI E ANALISI ECONOMICA (ISAE), <i>I derivati degli enti locali: origine, dimensione e criticità</i> , Estratto dal Rapporto ISAE-Finanza pubblica e Istituzioni, maggio 2008.....	“	41
--	---	----

F. CAPUTO NASSETTI, <i>I contratti finanziari derivati</i> , Giuffrè, Milano 2007, Introduzione, pp. 1-20. ....	“	73
G. ARDIZZI-M. LANOTTE, <i>Lo sviluppo della finanza innovativa e i rischi collegati nell'analisi del fenomeno economico dei derivati</i> , in C. ROSSANO-D. SICLARI (a cura di), <i>Interesse pubblico e controllo della finanza innovativa</i> , Cedam, Milano, 2006, p. 3ss. ....	“	85
E. CARACCILO LA GROTTIERA, <i>Note sull'accesso degli enti pubblici al mercato dei capitali anche con riguardo agli strumenti di finanza innovativa</i> , in C. ROSSANO-D. SICLARI (a cura di), <i>Interesse pubblico e controllo della finanza innovativa</i> , Cedam, Milano, 2006, p. 705ss.....	“	121
G. MAROTTA, <i>Aspetti giurisdizionali e responsabilità nell'utilizzo degli strumenti finanziari derivati negli enti locali</i> , in <i>la Finanza locale</i> , n. 11/2006, p. 13ss. ....	“	135
G. MAROTTA, <i>Indagine sull'uso degli strumenti derivati: i referti della Corte dei conti</i> , in <i>la Finanza locale</i> , n. 3/2006, p. 96ss.....	“	165
C. OLDANI, <i>I derivati nella politica fiscale: una time bomb?</i> , in <i>Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze</i> , LXIV, 3, I, 2005, p. 340ss. ....	“	169

### **Documenti istituzionali**

Banca d'Italia, <i>Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2007</i> , Comunicato stampa del 5 giugno 2008 .....	“	183
Banca d'Italia, <i>Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2006</i> , Comunicato stampa del 6 giugno 2007 .....	“	189
Banca d'Italia, <i>Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2005</i> , Comunicato stampa del 10 luglio 2006 .....	“	195
Banca d'Italia, <i>Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2004</i> Comunicato stampa del 6 luglio 2005 .....	“	201
Banca d'Italia, <i>Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2003</i> , Comunicato stampa del 22 giugno 2004 .....	“	207
Banca d'Italia, <i>Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2002</i> , Comunicato stampa del 4 luglio 2003 .....	“	211
Banca d'Italia, <i>Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2001</i> , Comunicato stampa del 7 giugno 2002 .....	“	215



Banca d'Italia, <i>Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2000</i> , Comunicato stampa del 26 giugno 2001 .....	“	219
Corte dei conti-Sezione regionale di controllo per il Molise, Delibera del 21 aprile 2008, n. 26 .....	“	223
Corte dei conti-Sezione regionale di controllo per la Lombardia, <i>Relazione sull'indagine relativa alle forme di finanza innovativa, con particolare riguardo a strumenti di finanza derivata della Regione Lombardia</i> , Delibera 27 novembre 2007, n. 615.....	“	231
Consob, <i>I principali prodotti derivati. Elementi informativi di base</i> , in <a href="http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/prodotti_derivati/index.html">http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/prodotti_derivati/index.html</a> , aprile 2005 .....	“	295

### **Atti parlamentari**

Audizione informale del Direttore Generale della Banca d'Italia Fabrizio Saccomanni, <i>Le problematiche relative agli strumenti finanziari derivati</i> , Seduta della VI Commissione permanente (Finanze) della Camera dei deputati, 6 novembre 2007(XV legislatura)	“	349
Atti dell'indagine conoscitiva realizzata dalla VI Commissione (Finanze) della Camera dei deputati nella XIV legislatura sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati.		
Audizione di Confindustria .....	“	377
Audizione della Banca d'Italia .....	“	387
Audizione della Consob .....	“	405
Audizione di Confapi (Confederazione italiana della piccola e media industria privata).....	“	423
Audizione dell'ABI (Associazione bancaria italiana).....	“	429
Audizione di Associazioni dei consumatori .....	“	441
Audizione della Corte dei conti.....	“	447
Audizione dell'ISDA ( <i>International swaps and derivatives association</i> ).....	“	461

## VOLUME II

### LE CARTOLARIZZAZIONI

#### Documentazione dottrinale

- F. PEZZANI, *I nuovi strumenti finanziari nella gestione degli enti locali*, in G.F. FERRARI (a cura di), *La cartolarizzazione del patrimonio immobiliare degli enti pubblici. Esperienze e prospettive*, Milano, Egea, 2006, p. 19ss. .... “ 5
- G. CERRINA FERONI, *Profili di diritto amministrativo delle cartolarizzazioni del patrimonio immobiliare degli enti pubblici*, in G.F. FERRARI (a cura di), *La cartolarizzazione del patrimonio immobiliare degli enti pubblici. Esperienze e prospettive*, Milano, Egea, 2006, p. 25ss. .... “ 9
- E. CANTARELLI, *Cartolarizzazioni e mercato: la cartolarizzazione nell'esperienza del Tesoro*, in G.F. FERRARI (a cura di), *La cartolarizzazione del patrimonio immobiliare degli enti pubblici. Esperienze e prospettive*, Milano, Egea, 2006, p. 45ss. .... “ 17
- M. DOLORES DI BAIA-S. REBECCHINI, *La tecnica della cartolarizzazione nei principali Paesi industriali*, in P. FERRO-LUZZI e C. PISANTI (a cura di), *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, Milano, Giuffrè, 2005, p. 15ss. .... “ 23
- G. MASTRANGELO, *Le operazioni di cartolarizzazione in Italia: un primo resoconto*, in P. FERRO-LUZZI e C. PISANTI (a cura di), *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, Milano, Giuffrè, 2005, p. 49ss. .... “ 35

#### Documenti istituzionali

- Corte dei conti-Ufficio di controllo sulla gestione dei Ministeri economico- finanziari, Deliberazione del 21 marzo 2006, *Analisi dei risultati delle cartolarizzazioni*<sup>1</sup> ..... “ 45

---

<sup>1</sup> Si ricorda che - su delega del Presidente della Corte - il 19 luglio 2006 il Presidente della Sezione di controllo sulla gestione delle amministrazioni dello Stato Dr. Tullio Lazzaro ed il Cons. Luigi Mazzillo, magistrato dell'Ufficio di controllo sulla gestione dei Ministeri economico finanziari, hanno partecipato ad un'audizione in sede di Ufficio di Presidenza della Commissione finanze e tesoro del Senato della Repubblica, integrato dai rappresentanti dei gruppi parlamentari, avente ad oggetto l'illustrazione delle conclusioni dell'analisi della Corte sui risultati delle cartolarizzazioni.

## **Atti parlamentari**

### **CARTOLARIZZAZIONE DEL PATRIMONIO IMMOBILIARE**

XV legislatura-Doc. CL n. 4, <i>Relazione del Ministro dell'economia e delle finanze sui risultati economico-finanziari ottenuti in conseguenza dell'applicazione della legge in materia di dismissioni del patrimonio immobiliare dello Stato e degli enti previdenziali pubblici (II semestre 2007)</i> .....	“	407
XV legislatura-Doc. CL n. 3, <i>Relazione del Ministro dell'economia e delle finanze del Ministro dell'economia e delle finanze sui risultati economico-finanziari ottenuti in conseguenza dell'applicazione della legge in materia di dismissioni del patrimonio immobiliare dello Stato e degli enti previdenziali pubblici (I semestre 2007)</i> .....	“	415
XV legislatura-Doc. CL n. 2, <i>Relazione del Ministro dell'economia e delle finanze sui risultati economico-finanziari ottenuti in conseguenza dell'applicazione della legge in materia di dismissioni del patrimonio immobiliare dello Stato e degli enti previdenziali pubblici (II semestre 2006)</i> .....	“	423
XV legislatura-Doc. CL n. 1, <i>Relazione del Ministro dell'economia e delle finanze sui risultati economico-finanziari ottenuti in conseguenza dell'applicazione della legge in materia di dismissioni del patrimonio immobiliare dello Stato e degli enti previdenziali pubblici (I semestre 2006)</i> .....	“	431

### **CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI INPS**

XVI legislatura-Doc. CXIV n. 1, <i>Relazione del Ministro dell'economia e delle finanze sulle operazioni di cessione e cartolarizzazione dei crediti contributivi dell'INPS (aggiornata al 31 luglio 2008)</i> .....	“	441
XV legislatura-Doc. CXIV n. 4, <i>Relazione del Ministro dell'economia e delle finanze sulle operazioni di cessione e cartolarizzazione dei crediti contributivi dell'INPS (aggiornata al 29 febbraio 2008)</i> .....	“	453
XV legislatura-Doc. CXIV n. 3, <i>Relazione del Ministro dell'economia e delle finanze sulle operazioni di cessione e cartolarizzazione dei crediti contributivi dell'INPS (aggiornata al 31 luglio 2007)</i> .....	“	467

XV legislatura-Doc. CXIV n. 2, <i>Relazione del Ministro dell'economia e delle finanze sulle operazioni di cessione e cartolarizzazione dei crediti contributivi dell'INPS</i> (aggiornata al 28 febbraio 2007).....	“	479
XV legislatura-Doc. CXIV n. 1, <i>Relazione del Ministro dell'economia e delle finanze sulle operazioni di cessione e cartolarizzazione dei crediti contributivi dell'INPS</i> (aggiornata al 31 luglio 2006).....	“	489

## 1. Gli strumenti finanziari derivati

### 1.1. Inquadramento normativo

Gli strumenti finanziari derivati sono strumenti finanziari il cui valore dipende (“deriva”) dall’andamento di un’attività sottostante (c.d. *underlying asset*). Le attività sottostanti possono avere natura *finanziaria* (come, ad esempio, i titoli azionari, i tassi di interesse e di cambio, gli indici) o *reale* (come, ad esempio, il caffè, il cacao, l’oro, il petrolio, ecc...).

Ai sensi del combinato disposto dei **commi 2 e 3 dell’articolo 1 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58**<sup>1</sup>, per «strumenti finanziari derivati» si intendono:

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti (**art. 2, co. 2, lett. d**);

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegua a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto (**art. 2, co. 2, lett. e**);

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione (**art. 2, co. 2, lett. f**);

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati dalla precedente alinea che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini (**art. 2, co. 2, lett. g**);

- strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito (**art. 2, co. 2, lett. h**);

- contratti finanziari differenziali (**art. 2, co. 2, lett. i**);

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegua a inadempimento o ad altro evento che determina la

<sup>1</sup> *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF).*

risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle alinee precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini (**art. 2, co. 2, lett. j)**);

- qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento a determinati valori mobiliari (per es., azioni, obbligazioni e altri titoli di debito), a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure (**art. 1, co. 1-bis, lett. d)**).

Secondo il **comma 2-bis dell'articolo 1 del TUF**, il Ministro dell'economia e delle finanze, con proprio regolamento, individua:

- gli altri contratti derivati di cui al **comma 2, lettera g)**, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine;

- gli altri contratti derivati di cui al **comma 2, lettera j)**, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine.

Le principali finalità associate alla negoziazione di strumenti finanziari derivati sono le seguenti:

- **copertura di posizioni** (*hedging*): si intende proteggere il valore di una posizione da variazioni indesiderate dei prezzi di mercato. L'utilizzo dello strumento derivato consente di neutralizzare l'andamento avverso del mercato, bilanciando le perdite/guadagni sulla posizione da coprire con i guadagni/perdite sul mercato dei derivati;

- **speculazione**: ossia strategie finalizzate a realizzare un profitto basato sull'evoluzione attesa del prezzo dell'attività sottostante;

- **arbitraggio**: quando si sfrutta un momentaneo disallineamento tra l'andamento del prezzo del derivato e quello dello strumento sottostante (destinati a coincidere all'atto della scadenza del contratto), vendendo lo strumento sopravvalutato e acquistando quello sottovalutato, ottenendo, così, un profitto privo di rischio.

Gli strumenti finanziari derivati possono essere *simmetrici* o *asimmetrici*.

Nel primo caso, entrambi i contraenti (acquirente e venditore) si impegnano ad effettuare una prestazione alla data di scadenza.

Viceversa, nei derivati *asimmetrici* soltanto il venditore è obbligato a soddisfare la volontà del compratore; nei derivati *asimmetrici*, infatti, il compratore, pagando un prezzo (c.d. *premio*), acquisisce il diritto di decidere in data futura se effettuare oppure no la compravendita del bene sottostante.

Un'ulteriore distinzione concerne i derivati *negoziati sui mercati regolamentati* ed i derivati *over-the-counter* (OTC).

I primi sono rappresentati da contratti le cui caratteristiche sono standardizzate e definite dall'autorità del mercato su cui vengono negoziati; tali caratteristiche riguardano l'attività sottostante, la durata, il taglio minimo di negoziazione, le modalità di liquidazione, ecc...; in Italia, il mercato regolamentato degli strumenti derivati è denominato IDEM (*Italian Derivative Market*) ed è gestito da Borsa Italiana Spa<sup>2</sup>. Sul mercato regolamentato circolano strumenti quali *futures*, *opzioni*, *warrants*, *covered warrants* e *ETF*.

I derivati *over-the-counter* (OTC) sono, invece, negoziati bilateralmente (direttamente tra le due parti) fuori dai mercati regolamentati; in questo caso, i contraenti possono liberamente stabilire tutte le caratteristiche dello strumento: generalmente si tratta di *swap* e *forward*.

## 1.2. Alcune tipologie di strumenti finanziari derivati negoziati sul mercato regolamentato

Il *future* è un contratto derivato negoziato su mercati regolamentati, mediante il quale acquirente e venditore si impegnano a scambiarsi una determinata quantità di una certa attività finanziaria o reale (detta attività sottostante o *underlying asset*) a un prezzo prefissato e con liquidazione differita a una data futura prestabilita. È un contratto simmetrico, in quanto entrambi i contraenti sono obbligati a effettuare una prestazione a scadenza.

Nella maggior parte dei casi, i *future* non si concludono con la consegna fisica del bene sottostante: infatti, gli operatori preferiscono “chiudere” le posizioni aperte, rivendendo un contratto *future* precedentemente acquistato o acquistando il contratto *future* precedentemente venduto; ciò consente di risparmiare sui costi di consegna. Al contrario, se il *future* giunge a scadenza, potrà essere liquidato per *cash settlement* (calcolandone il controvalore monetario) oppure potrà avvenire la consegna fisica dell'attività sottostante. In quest'ultimo caso, l'esatta quantità e qualità dei beni consegnabili sono fissate dal mercato in cui tale contratto viene scambiato.

L'attività sottostante (*underlying asset*) di un *future* può essere un'azione, un'obbligazione, un tasso di interesse a lungo termine, un tasso a breve, una valuta, un indice azionario o una merce (*commodity*).

La dimensione del contratto definisce l'ammontare che il venditore dovrà consegnare al compratore per ogni contratto stipulato.

In Italia, i *future* sono negoziati sul mercato IDEM (*Italian Derivative Market*). Esistono tre tipi di contratti:

- *S&P/Mib Futures* (contratto *future* scritto sull'indice S&P/Mib<sup>3</sup>; ogni punto indice vale 5 euro);

---

<sup>2</sup> Esiste anche il mercato SeDeX sul quale vengono, invece, scambiati i derivati cartolarizzati.

<sup>3</sup> Indice azionario rappresentativo dell'andamento dei principali 40 titoli azionari (*blue chips*) quotati su MTA e MTAX.

- *Mini S&P/Mib* (analogo al precedente, ma con un valore di 1 euro per ciascun punto indice);
- *Single Stock Futures* (*future* scritti su titoli azionari).

Al fine di ridurre i rischi di insolvenza, la *Clearing House*<sup>4</sup> (che in Italia è la Cassa di Compensazione e Garanzia) obbliga i contraenti a liquidare quotidianamente le posizioni aperte in *future* attraverso il meccanismo del *marking-to-market*<sup>5</sup>.

I *future* possono essere negoziati con tre finalità: copertura, speculazione e arbitraggio.

Le ***opzioni*** sono contratti derivati che attribuiscono al compratore il diritto di acquistare o vendere un'attività sottostante a (oppure entro) una certa data, a un prezzo prefissato.

Le *opzioni* sono *contratti derivati asimmetrici*, in quanto soltanto il venditore è obbligato a soddisfare le volontà del compratore; quest'ultimo, invece, detiene il diritto di decidere se esercitare o meno la facoltà implicita nel contratto.

Gli elementi caratteristici di una opzione sono:

- il sottostante (o *underlying*): esso può essere un titolo azionario, un indice, una valuta estera (o un tasso di cambio), un contratto *future*, una merce (*commodity*) oppure una qualsiasi attività finanziaria o reale. Tutte le *opzioni* scritte sul medesimo sottostante costituiscono una "serie";
- la facoltà. Le *opzioni* che conferiscono al possessore la facoltà di acquistare, in data futura, il sottostante vengono denominate *opzioni call*. Le *opzioni* che conferiscono al possessore la facoltà di vendere il sottostante vengono denominate *opzioni put*. Tutte le *opzioni* dello stesso tipo (*call* oppure *put*) costituiscono una "classe";

---

<sup>4</sup> La *Clearing House* è un organo di mercato che è controparte automatica e speculare (venditrice nei confronti dell'acquirente originario e acquirente nei confronti del venditore originario) di tutti i contratti stipulati in un mercato, al fine di limitare il rischio di inadempimento delle transazioni. La garanzia del buon fine delle transazioni è assicurata da due strumenti: la limitazione e la selezione dei soggetti ammessi al mercato (e, quindi, in grado di avere rapporti con la *clearing house*); la raccolta e la gestione dei margini di garanzia versati dai soggetti ammessi al mercato.

<sup>5</sup> Il *marking-to-market* è un procedimento di controllo del rischio mediante il quale, alla fine di ogni giornata, la *clearing house* (CC&G) valorizza le posizioni in derivati che risultano ancora aperte, sulla base della quotazione di chiusura del contratto derivato stesso. Con tale procedura, i profitti e le perdite sui contratti derivati sono liquidate giornalmente.

Pertanto, la procedura del *marking-to-market* consiste in un calcolo giornaliero dei profitti e delle perdite associati alle posizioni su strumenti derivati aperte dagli operatori. Sulla base di tale procedura, la CC&G effettua una compensazione tra profitti e perdite relativi al conto di ogni partecipante, con corrispondente versamento dei margini. La controparte che ha subito una perdita si vede addebitare tale perdita sul conto aperto presso la CC&G. Questa somma è automaticamente accreditata alla controparte, che ha registrato un profitto. Qualora, nel caso di perdite, l'ammontare scenda al di sotto del margine di mantenimento, la CC&G richiede il reintegro di tale margine (si tratta della somma richiesta dalla Cassa di Compensazione e Garanzia per l'apertura e il mantenimento di posizioni in contratti derivati).

A meno che l'operatore non chiuda la propria posizione, profitti e perdite sono potenziali, soggetti alle variazioni delle quotazioni e sono liquidati solo alla scadenza del contratto.



- la scadenza. Le *opzioni* che conferiscono al possessore il diritto di esercitare la facoltà esclusivamente il giorno che coincide con la scadenza del contratto, vengono denominate *opzioni europee*, mentre le *opzioni* che conferiscono al possessore il diritto di esercitare la facoltà in un qualsiasi giorno entro la scadenza del contratto, vengono denominate *opzioni americane*;

- il prezzo di esercizio (*prezzo base* o *strike price*) rappresenta il prezzo al quale il possessore dell'*opzione call* oppure *put* può, rispettivamente, acquistare o vendere l'attività sottostante.

Il soggetto che acquista una *opzione* assume una posizione lunga (*long*), mentre la controparte, che vende l'*opzione*, assume una posizione corta (*short*). Esistono, pertanto, quattro tipi di posizioni sulle *opzioni*:

- una posizione lunga su una *call* (diritto di acquistare a termine il sottostante);
- una posizione lunga su una *put* (diritto di vendere a termine il sottostante);
- una posizione corta su una *call* (obbligo di vendere a termine il sottostante se la controparte ne fa richiesta);
- una posizione corta su una *put* (obbligo di acquistare a termine il sottostante se la controparte ne fa richiesta).

Dato che le *opzioni* conferiscono al loro possessore una facoltà e non un obbligo, potranno assumere un valore positivo (nel caso in cui risulti conveniente esercitare la facoltà) o, al massimo, nullo.

Le *opzioni* vengono impiegate dagli operatori con finalità di speculazione, copertura o arbitraggio. In Italia, le *opzioni* sono negoziate sul mercato IDEM (*Italian Derivative Market*).

Esistono due diverse tipologie di contratti di *opzione*:

- le *S&P/Mib options* (*opzioni* sull'indice S&P/Mib di tipo europeo);
- e le *Iso-Alfa* o *single stock options* (scritte su titoli azionari e di tipo americano).

I **warrant** sono strumenti finanziari derivati che attribuiscono al possessore il diritto di acquistare (*warrant call*) o di vendere (*warrant put*) l'attività sottostante a (oppure entro) una determinata scadenza ad un prezzo predeterminato.

Il *warrant* è uno strumento derivato molto simile ad un'opzione che conferisce al possessore una facoltà di acquisto (*call*) o di vendita (*put*) da esercitarsi a oppure entro una certa scadenza (se di tipo europeo oppure americano) su una determinata attività sottostante e ad un prezzo prefissato.

Il *warrant* (di tipo *call*) è particolarmente utilizzato dalle società al fine di rendere più appetibili le proprie obbligazioni (*obbligazioni cum warrant*) oppure al fine di raccogliere nuove risorse mediante aumenti di capitale.

Il *warrant* è uno strumento che può circolare separatamente rispetto al titolo principale e può essere negoziato sul mercato MTA<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Mercato telematico azionario (MTA) gestito da Borsa Italiana Spa, in cui si negoziano azioni (azioni ordinarie, azioni privilegiate, azioni di risparmio), obbligazioni convertibili, *warrant*, diritti d'opzione e certificati rappresentativi di quote di OICR. L'MTA è un mercato *order driven*, in cui la negoziazione e lo

Il *warrant* si differenzia dall'opzione per il fatto di essere un titolo (e non un contratto), per una maggiore durata e per la mancanza di un sistema di margini<sup>7</sup>.

Il ***covered warrant*** è uno strumento finanziario derivato emesso da un intermediario finanziario che conferisce all'acquirente il diritto di acquistare (*covered warrant call*) o vendere (*covered warrant put*) un'attività sottostante a un prezzo prestabilito (prezzo di esercizio o *strike price*) a (o entro) una scadenza prefissata.

L'esercizio di un *covered warrant* può comportare la consegna fisica del sottostante oppure la liquidazione monetaria della differenza, se positiva, tra il prezzo dell'*underlying* e lo *strike price* (nel caso di *covered warrant call*) o della differenza, se positiva, tra lo *strike price* e il prezzo dell'*underlying* (nel caso di *covered warrant put*). Attualmente, tutti i *covered warrant* negoziati sul SeDeX<sup>8</sup> prevedono la liquidazione monetaria automatica a scadenza in caso di importo differenziale positivo.

Con riferimento allo stile di esercizio, un *covered warrant* è di tipo americano se può essere esercitato in ogni momento nel corso della sua efficacia; è, invece, di tipo europeo se può essere esercitato solo a scadenza.

Il soggetto che investe in un *covered warrant call* ha delle aspettative di rialzo dell'*underlying* (analogamente all'acquirente di una opzione *call*), in quanto beneficia di un importo di liquidazione tanto più elevato quanto più alto è il valore del sottostante (viceversa per i *covered warrant put*).

Rispetto a un investimento diretto nell'attività sottostante, l'esborso monetario necessario per investire in *covered warrant* (il premio) è inferiore, ma il rischio di perdere tutto il capitale investito è molto più elevato: è sufficiente che, a scadenza, il prezzo dell'*underlying* sia inferiore allo *strike* per i *call*, viceversa per i *put*.

Al pari degli altri strumenti derivati, anche i *covered warrant* possono essere impiegati a fini di copertura dei rischi. Infatti, chi, sottoscrivendo questo strumento, acquista il diritto a ricevere (*covered warrant call*) in una data futura una merce, una somma di denaro in valuta estera o titoli, si copre dal rischio di aumento del prezzo dell'attività sottostante che ha in portafoglio. Viceversa, chi attraverso la sottoscrizione del *covered warrant* si obbliga a consegnare a termine

---

scambio degli strumenti finanziari avvengono attraverso un meccanismo d'asta, che fa incontrare domanda e offerta: lo scambio ha luogo tra chi offre il prezzo più basso in vendita e chi offre il prezzo più alto in acquisto. I titoli sono scambiati attraverso un meccanismo a doppio lato (*two sides*): le offerte di prezzo vengono fatte sia dagli acquirenti che dai venditori delle azioni. Il sistema telematico visualizza le proposte di negoziazione all'interno di un *book* che compare sui terminali degli operatori autorizzati.

<sup>7</sup> I *margin* sono le attività costituite a garanzia dai partecipanti a un sistema di controparte centrale (ossia il soggetto che, frapponendosi tra due contraenti per mezzo della novazione dell'obbligazione originaria, si costituisce come il compratore del contratto venduto e il venditore del contratto acquistato, garantendo il buon fine delle obbligazioni assunte; in Italia, le funzioni di controparte centrale sono svolte dalla Cassa di Compensazione e Garanzia). I margini proteggono la Controparte Centrale, e quindi il mercato, dall'inadempienza o *default* dei partecipanti al sistema.

<sup>8</sup> Il mercato SeDeX (*Securities Derivative Exchange* o *Mercato Telematico dei Securitised Derivatives*) è il mercato gestito da Borsa Italiana Spa sul quale vengono negoziati *Covered Warrant* e *Certificate*.

l'attività sottostante (*covered warrant put*), si copre dal rischio di una riduzione del prezzo dell'attività sottostante.

Nonostante le numerose analogie con le *opzioni*, i *covered warrant* si differenziano in alcuni particolari:

- sono rappresentati da un titolo, ossia sono cartolarizzati, mentre le opzioni sono contratti;
- possono essere emessi soltanto da istituzioni bancarie (in genere banche di investimento);
- sono negoziati su un mercato a pronti e non sul mercato dei derivati;
- hanno una scadenza più elevata.

Gli ***Exchange Traded Fund*** (ETF: “fondi scambiati sul mercato regolamentato”) rappresentano una tipologia di fondi comuni o SICAV (società di investimento a capitale variabile) a *gestione passiva* (v. *infra*), negoziati in Borsa come un comune titolo azionario, attraverso una banca o un qualsiasi intermediario autorizzato.

Un ETF riassume in sé le caratteristiche proprie di un fondo e di un'azione, consentendo agli investitori di sfruttare i punti di forza di entrambi gli strumenti:

- diversificazione e riduzione del rischio propria dei fondi;
- flessibilità e trasparenza informativa della negoziazione in tempo reale delle azioni che consentono una valorizzazione immediata delle quote e conferiscono all'investitore la possibilità di utilizzarli per investimenti in un'ottica di medio-lungo, di breve o di brevissimo periodo.

Gli ETF si prestano, infatti, a diverse modalità di impiego:

- investimento di medio-lungo termine (gli ETF non hanno una scadenza);
- *trading* di breve periodo (anche *intraday*), al fine di cogliere i momenti di rialzo dell'indice *benchmark* (attraverso un acquisto e la successiva immediata vendita dell'ETF);
- vendita allo scoperto (*short selling*), con la finalità di assumere una posizione *ribassista* sull'indice *benchmark* (se il servizio è offerto dal proprio intermediario).

Uno dei principali vantaggi degli ETF consiste nella presenza di costi contenuti, in termini di commissioni di gestione a carico dell'investitore. Ciò deriva tipicamente dalla *gestione passiva*, atta a replicare esattamente l'indice del proprio *benchmark*, ossia l'indice del mercato di riferimento: ciò implica un intervento minimo dell'*asset manager*, oltre ad un basso tasso di rotazione degli investimenti (caratteristico di un portafoglio indicizzato). Le commissioni annue sono applicate proporzionalmente al periodo di detenzione degli ETF e i prezzi di acquisto e di vendita sul mercato sono già al netto di tali commissioni.

La maggior parte degli ETF sono “a distribuzione”, ossia distribuiscono i dividendi.

### 1.3. Alcune tipologie di derivati *over the counter*

I derivati *over-the-counter* (OTC) sono negoziati bilateralmente (direttamente tra le due parti) fuori dai mercati regolamentati: pertanto, i contraenti possono liberamente stabilire tutte le caratteristiche dello strumento.

Generalmente, i derivati *over-the-counter* sono gli *swap* e i *forward*.

Lo ***swap*** è un contratto derivato simmetrico con il quale due soggetti si impegnano a scambiare periodicamente delle somme di denaro calcolate applicando al medesimo capitale (detto *nozionale*) due diversi parametri riferiti a due diverse variabili di mercato.

Il capitale nozionale, invece, è oggetto di scambio tra le parti soltanto in alcune tipologie di *swap*.

Lo *swap* è uno strumento molto simile al *forward rate agreement* (v. *infra*), con la differenza che il contratto non prevede un unico scambio, bensì una serie di pagamenti futuri.

Gli *swap* non sono negoziati sui mercati regolamentati, ma vengono di volta in volta stipulati mediante accordi bilaterali tra le parti interessate (*mercato over the counter-OTC*).

Tali strumenti vengono utilizzati con diverse finalità: per trasformare la natura di un'attività o di una passività (ad esempio, una posizione da tasso fisso a tasso variabile o viceversa), per motivi di copertura oppure con finalità speculative.

In base al tipo di parametro o variabile di mercato si possono distinguere:

- *swap* su tassi di interesse (*interest rate swap*);
- *swap* su valute (*currency swap*);
- *swap* su merci (*commodity swap*);
- *swap* sul rischio di credito.
- 

In base alla metodologia di calcolo delle somme che le parti si impegnano a scambiare, si possono distinguere:

- *fixed to fixed swap*<sup>9</sup>;
- *fixed to floating swap*<sup>10</sup>;
- *floating to floating swap*<sup>11</sup>;

---

<sup>9</sup> Contratto *swap*, appartenente alla categoria dei *currency swap*, in cui una controparte paga interessi a tasso fisso su una valuta e riceve dall'altra controparte interessi a tasso fisso sull'altra valuta.

<sup>10</sup> In un *fixed to floating swap*, l'acquirente si impegna ad effettuare pagamenti calcolati applicando un tasso di interesse fisso (concordato) ad un capitale nozionale espresso in una determinata valuta, mentre la controparte si impegna ad effettuare pagamenti periodici applicando un tasso di interesse variabile ad un capitale nozionale espresso in una diversa valuta.

<sup>11</sup> In un *floating to floating swap*, l'acquirente si impegna ad effettuare pagamenti calcolati applicando un tasso di interesse variabile (concordato) ad un capitale nozionale espresso in una determinata valuta, mentre la controparte si impegna ad effettuare pagamenti periodici applicando un altro tasso di interesse variabile al capitale nozionale espresso in una diversa valuta.

- *plain vanilla swap*<sup>12</sup>;
- *total rate of return swap*<sup>13</sup>.

### **Il credit default swap**

Il *credit default swap* (CDS) è un contratto *swap* appartenente alla categoria dei derivati sul rischio di credito che offre la possibilità di coprirsi dall'eventuale insolvenza di un debitore contro il pagamento di un premio periodico.

Pertanto, il CDS è un contratto con il quale il detentore di un credito (*protection buyer*) si impegna a pagare una somma fissa periodica, in genere espressa in *basis point* rispetto a un capitale nozionale, a favore della controparte (*protection seller*) che, di converso, si assume il rischio di credito gravante su quella attività nel caso in cui si verifichi un evento di *default* futuro ed incerto (*credit event*).

La somma periodica che il creditore paga è in genere commisurata al rischio e alla probabilità di insolvenza del soggetto terzo debitore.

L'aspetto fondamentale del CDS consiste nel fatto che sia il *protection buyer* che il *protection seller* possono anche non avere alcun rapporto di credito con il terzo soggetto, in quanto il contratto prescinde dalla presenza di quest'ultimo; il sottostante è unicamente il merito creditizio e non il vero e proprio credito.

Il ***forward*** è un contratto derivato con cui due parti si accordano per scambiare in una data futura una certa attività a un prezzo fissato al momento della conclusione del contratto.

Più nel dettaglio, il *forward* è un contratto di compravendita a termine negoziato OTC (*over the counter*) avente come sottostante un bene reale oppure un'attività finanziaria.

E' un contratto derivato simmetrico, poiché entrambi i contraenti sono obbligati ad effettuare una prestazione a scadenza. La parte che assume la posizione lunga si impegna ad acquistare l'attività sottostante alla data pattuita pagando il prezzo concordato; al contrario, la controparte che assume la posizione corta si impegna a vendere tale attività alla medesima data e al medesimo prezzo.

Il prezzo concordato viene detto prezzo di consegna (*delivery price*) e viene concordato all'atto della stipula del *forward* in modo tale che il valore iniziale del contratto sia nullo. Pertanto, l'assunzione di una posizione, lunga o corta, in *forward* non comporta alcun esborso monetario immediato.

<sup>12</sup> Contratto *swap* su tasso di interesse (*interest rate swap*), in base al quale due controparti si impegnano a scambiarsi reciprocamente un flusso di interessi a tasso fisso e uno a tasso variabile denominati nella stessa valuta.

<sup>13</sup> Contratto di *swap* che permette a una parte di scambiare la serie di flussi di cassa provenienti da una posizione creditoria rischiosa o dal possesso di un'obbligazione (*reference obligation*) con una serie di flussi di cassa, versati dalla controparte, di ammontare predeterminato e senza rischio o allineati a un certo tasso di mercato (*reference rate*).

### ***Forward rate agreement***

Il *forward rate agreement* (FRA) è un contratto derivato in base al quale le parti si accordano per scambiarsi, alla scadenza del contratto, la differenza tra un tasso fisso (tasso *forward*) e un tasso variabile di mercato (*settlement rate*) moltiplicato per la durata del contratto e per il capitale nozionale. Il periodo che intercorre tra la data di stipula del contratto e la data a partire dalla quale iniziano a decorrere gli interessi è detto *grace period* (periodo di grazia), che permette di immunizzarsi contro future variazioni del tasso di interesse.

Il venditore del FRA riceverà il pagamento in base al tasso fisso ed effettuerà il versamento in base al tasso variabile, mentre il compratore incasserà il pagamento in base al tasso variabile ed effettuerà il versamento in base al tasso fisso. Dato che entrambi i contraenti sono obbligati a effettuare la propria prestazione, il FRA è un contratto derivato simmetrico.

Il FRA permette di “immunizzarsi” contro future variazioni del tasso di interesse; con il FRA è infatti possibile investire, o indebitarsi, a una data futura al tasso *forward* corrente.

La vendita del FRA permette a un soggetto che dovrà effettuare un investimento futuro di bloccare il tasso *forward* corrente. In tal modo, se al momento dell’investimento il tasso di mercato è inferiore al tasso FRA, il venditore del contratto riceve tale differenza, mentre il contrario accade se si verifica la situazione opposta. In ogni caso, l’investitore/venditore del FRA otterrà dal suo investimento futuro un rendimento pari al tasso *forward* iniziale.

Per tale motivo, il venditore di un FRA è tipicamente un soggetto che si attende (o che teme) un futuro ribasso dei tassi di interesse, viceversa il compratore di un FRA è colui che si attende (o che teme) un aumento dei tassi.

## **1.4. Le obbligazioni strutturate**

Pare opportuno dedicare un breve cenno alle **obbligazioni strutturate**: si tratta di titoli obbligazionari che incorporano all’interno di uno strumento di debito di tipo tradizionale un contratto derivato, solitamente di tipo opzionale (v. *supra* § 1.2.).

Più precisamente, le *obbligazioni strutturate* sono strumenti finanziari a rendimento variabile che nascono dalla combinazione di un’obbligazione ordinaria con uno o più contratti derivati.

La componente obbligazionaria garantisce il rimborso del capitale a scadenza (per l’intero valore nominale) più eventuali cedole periodiche, mentre la componente derivata determina la variabilità del rendimento.

La componente derivata può consistere in una *opzione* (in tal caso, il possessore percepirà una cedola variabile contestualmente al rimborso del capitale) oppure in uno *swap* (v. *supra* § 1.3.: in tal caso, il possessore percepirà cedole periodiche di importo variabile).

Le obbligazioni strutturate possono essere classificate in funzione sia del tipo di attività sottostante la componente derivata sia della struttura di indicizzazione (o del tipo di strumento derivato incorporato nel titolo).

In Italia, le obbligazioni strutturate più diffuse sono le *equity* o *index linked*, in genere collocate dalle compagnie assicurative sotto forma di polizze vita.

Le ***obbligazioni equity linked*** sono obbligazioni strutturate il cui rendimento è indicizzato all'andamento di una azione o di un paniere di azioni.

Esse sono costituite dall'unione di un'obbligazione ordinaria e di una *opzione call* (scritta su un titolo azionario) implicitamente venduta dall'emittente al sottoscrittore.

La componente obbligazionaria garantisce il rimborso del valore nominale a scadenza più, eventualmente, alcune cedole nel corso della vita del titolo.

La componente opzionale determina, invece, l'ammontare del premio che l'obbligazionista incassa a scadenza contestualmente al capitale investito. Tale premio è calcolato in funzione di un tasso di interesse pari al massimo tra un tasso fisso stabilito nel prospetto informativo (rendimento minimo garantito), ed il rendimento del titolo azionario sottostante realizzato nel periodo di vita dell'obbligazione.

Spesso, il rendimento minimo garantito è pari a zero, pertanto, qualora l'azione sottostante subisca un ribasso nel periodo di osservazione, l'obbligazionista non percepirà alcun interesse.

In funzione del tipo di opzione associata all'obbligazione ordinaria le *equity linked* si distinguono in:

- *equity linked plain vanilla* (il premio dipende dalla differenza, se positiva, tra il valore finale ed il valore iniziale del titolo sottostante);
- *average equity linked bond* (il premio dipende dalla differenza, se positiva, tra il prezzo medio del titolo sottostante ed il suo valore iniziale).

Le ***obbligazioni index linked*** sono obbligazioni strutturate il cui rendimento dipende dalle performance di uno o più indici di mercato.

Esse sono infatti costituite dall'unione di un'obbligazione ordinaria e di una *opzione call* scritta su un indice implicitamente venduto dall'emittente al sottoscrittore.

La componente obbligazionaria garantisce il rimborso del valore nominale a scadenza più, eventualmente, alcune cedole nel corso della vita del titolo.

La componente opzionale determina, invece, l'ammontare del premio che l'obbligazionista incassa a scadenza contestualmente al capitale investito. Tale premio è calcolato in funzione di un tasso di interesse pari al massimo tra un tasso fisso stabilito nel prospetto informativo (rendimento minimo garantito), e il rendimento dell'indice sottostante realizzato nel periodo di vita dell'obbligazione.

Spesso il rendimento minimo garantito è pari a zero, pertanto, qualora l'indice subisca un ribasso nel periodo di osservazione, l'obbligazionista non percepirà alcun interesse.

In funzione del tipo di opzione associata all'obbligazione ordinaria le *index linked* si distinguono in:

- *index linked plain vanilla* (il premio dipende dalla differenza, se positiva, tra il valore finale ed il valore iniziale dell'indice);
- *average index linked bond* (il premio dipende dalla differenza, se positiva, tra il prezzo medio dell'indice sottostante ed il suo valore iniziale).

### **1.5. Gli strumenti finanziari derivati: brevi annotazioni**

La diffusione degli strumenti finanziari derivati è fenomeno recente, che s'inquadra nell'elaborazione di strategie finanziarie volte a permettere ai soggetti operanti sul mercato di garantirsi da rischi finanziari connessi alla loro attività o di realizzare una gestione attiva dell'indebitamento, adeguandolo all'evoluzione delle condizioni di mercato per fruire delle opportunità derivanti dalle oscillazioni dei tassi d'interesse.

Un accorto impiego di questi strumenti può consentire, infatti, di modificare le caratteristiche del debito esistente, ristrutturandolo in maniera conveniente e riducendo, per conseguenza, l'esposizione complessiva, senza estinguerlo anticipatamente o rinegoziarne le condizioni (operazioni che possono essere, in talune circostanze, onerose o impossibili).

Ad esempio, attraverso un contratto di *interest rate swap* è possibile ottenere su un debito a tasso d'interesse fisso effetti corrispondenti all'applicazione di un tasso variabile, o viceversa, ovvero mutare l'indice di riferimento per un debito contratto a tasso d'interesse variabile, o, ancora, modificare i tempi di pagamento degli interessi o del capitale.

L'operazione può servire per ristrutturare l'intero debito pregresso oppure quote di esso, ad esempio per diversificarne le caratteristiche in modo da ridurre il rischio complessivo. La diversificazione può riferirsi a tre elementi: tipo d'indicizzazione (tasso fisso o variabile con differenti indici); scadenza (breve, media, lunga); divisa (valuta nazionale o estera)<sup>14</sup>.

Le descritte operazioni finanziarie possono risultare, per converso, svantaggiose qualora le scelte operate si fondino su un'analisi erronea.

Può, infatti, verificarsi che le scelte compiute non siano corrispondenti alla struttura di attività e passività del bilancio del soggetto che le compie, sia perché,

---

<sup>14</sup> Le decisioni a ciò relative si fondano su una tecnica di gestione integrata dell'attivo e del passivo (cosiddetto *asset liability management*) che prevede un'analisi articolata in quattro passaggi: determinazione del rischio complessivo attuale, mediante raccolta dei dati sulla struttura del bilancio che individui, in un periodo pluriennale, le conseguenze derivanti dalla scadenza delle attività e delle passività in esso presenti; effetto di possibili variazioni dei tassi d'interesse nel periodo considerato; confronto tra il rischio effettivo risultante dalle analisi suddette con il rischio voluto, ossia il livello di rischio che s'intende affrontare; eventuale introduzione di strumenti finanziari volti a ridurre l'esposizione al rischio, tenendo conto anche dei costi dei relativi contratti.



invece di diversificare la struttura del debito ne accentuino gli squilibri, sia perché, nel determinare le date per la regolazione periodica dei flussi di pagamento, non siano stati adeguatamente considerati gli andamenti di cassa delle parti (con conseguente rischio di mancanza di liquidità).

I rischi tipici di queste operazioni sono il rischio legato alle variazioni di valore degli indici di riferimento o delle attività sottostanti, e il rischio di credito<sup>15</sup>.

L'applicazione di queste tecniche alla finanza degli enti territoriali (regioni ed enti locali) è assai recente, poiché in precedenza l'indebitamento di essi consisteva in mutui contratti con la Cassa depositi e prestiti (a tasso fisso) o con istituti bancari (a tassi stabiliti entro i limiti massimi fissati dall'autorità di Governo).

### 1.6. L'impiego dei derivati da parte delle regioni e degli enti locali

Nell'ambito delle disposizioni che regolano il finanziamento delle spese di investimento degli enti locali, contenute nel **testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali (TUEL)**<sup>16</sup>, l'**articolo 205** autorizza gli enti locali<sup>17</sup> a contrarre prestiti obbligazionari nelle forme consentite dalla legge.

L'emissione di titoli obbligazionari da parte degli enti territoriali – quindi, oltre agli enti locali, anche delle regioni - è disciplinata dall'**articolo 35 della legge 23 dicembre 1994, n. 724 (provvedimento collegato alla legge finanziaria per il 1995)** e dal regolamento emanato con **decreto del Ministro del tesoro 5 luglio 1996, n. 420**.

La disciplina consente a regioni, province, comuni e unioni di comuni, città metropolitane, comunità montane e consorzi tra enti locali territoriali di deliberare l'emissione di prestiti obbligazionari destinati in via esclusiva al

---

<sup>15</sup> Il primo si concreta, per i contratti di *swap*, in un andamento dei tassi d'interesse diverso dalle previsioni sulla cui base è stata impostata l'operazione. Esso risulta tanto maggiore quanto più lungo è l'orizzonte temporale del rapporto, che rende difficile prevedere gli andamenti futuri dei tassi e, quindi, la convenienza delle scelte da operarsi inizialmente. Per il suo contenimento possono essere utilizzate opzioni *cap* e *collar*, che accrescono ovviamente il costo del contratto. Qualora l'andamento del mercato sia diverso da quello atteso, è inoltre possibile valutare la convenienza dell'uscita da un'operazione di *swap*, che può realizzarsi attraverso un'operazione di effetto contrario (*reversing*), ovvero con la cessione ad un terzo (*assigning*) o, infine, mediante un accordo con la controparte per porre termine al contratto dietro pagamento del suo valore di mercato (*unwinding*).

Il secondo si riferisce alla possibilità d'insolvenza della controparte con cui è stato stipulato il contratto. Esso può venire stimato sulla base del merito di credito (*rating*) di tale soggetto. Nell'esecuzione del contratto, è minore se i termini per la regolazione dei flussi di pagamento delle due parti coincidono (con versamento del solo differenziale). Sul complesso dei rapporti contrattuali può venire limitato attraverso un'opportuna diversificazione delle controparti.

<sup>16</sup> Decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267.

<sup>17</sup> Si tratta di comuni, province, città metropolitane, comunità montane, comunità isolate, unioni di comuni e consorzi cui partecipano enti locali, con esclusione di quelli che gestiscono attività aventi rilevanza economica ed imprenditoriale (articolo 2 del d. lgs. n. 267 del 2000).

finanziamento degli investimenti<sup>18</sup>. È esplicitamente previsto il divieto di finanziare spese di parte corrente.

Per quanto riguarda le regioni, la **legge n. 724 del 1994** rinvia alla disciplina contenuta nell'**articolo 10 della legge 16 maggio 1970, n. 281**, in base alla quale la facoltà di emettere titoli obbligazionari deve essere esercitata mediante apposita legge regionale di autorizzazione entro precisi limiti quantitativi e contabili.

Il **regolamento del Ministro del tesoro n. 420 del 1996**, oltre a determinare le caratteristiche dei titoli obbligazionari e i criteri e le procedure che gli enti emittenti sono tenuti ad osservare per la raccolta del risparmio<sup>19</sup>, definisce altresì l'ammontare delle commissioni di collocamento da corrispondere agli intermediari autorizzati e i criteri di quotazione sul mercato secondario<sup>20</sup>.

Relativamente alle emissioni in valuta, l'**articolo 2 del medesimo regolamento emanato con il decreto del Ministro del tesoro 5 luglio 1996, n. 420**, prescrive la copertura del rischio di cambio mediante una corrispondente operazione di *swap* che trasformi, per l'emittente, l'obbligazione in valuta estera in un'obbligazione in valuta nazionale, senza introdurre elementi di rischio. L'operazione dovrà essere effettuata da intermediari di provata affidabilità ed esperienza nel settore, con riferimento anche alla valutazione loro assegnata dalle maggiori agenzie di *rating*.

Il **comma 1 dell'articolo 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448 (legge finanziaria per il 2002)** - al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di consentire la vigilanza sugli andamenti della finanza pubblica - ha conferito al Ministero dell'economia e delle finanze una funzione generale di coordinamento, con riferimento all'accesso al mercato dei capitali da parte di regioni, enti locali e consorzi tra enti territoriali<sup>21</sup>.

---

<sup>18</sup> Le obbligazioni possono essere emesse esclusivamente a fronte di un preciso investimento chiaramente individuato e il ricavo netto dell'emissione deve essere pari alla somma prevista nel quadro economico del progetto o delle acquisizioni che si intendono effettuare.

<sup>19</sup> E' opportuno sottolineare che l'indebitamento mediante titoli degli enti territoriali si configura come *raccolta di risparmio*, definita dall'articolo 11, comma 1, del testo unico bancario (d. lgs. n. 385 del 1993) come l'attività che si esercita attraverso l'acquisizione di fondi con obbligo di restituzione sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma. L'elemento qualificante della fattispecie è pertanto costituito dall'obbligo della restituzione, che vale a distinguere la raccolta di risparmio in oggetto dalla raccolta di risparmio cosiddetto "di rischio". Più specifico è invece il criterio che individua la nozione di "sollecitazione del pubblico risparmio", che presuppone un'operatività limitata ai mercati regolamentati.

<sup>20</sup> Il mercato secondario è quello su cui ha luogo lo scambio di titoli già in circolazione. Infatti, su un mercato mobiliare, le attività finanziarie oggetto di scambio sono strumenti finanziari negoziabili di prima emissione (mercato primario) oppure già in circolazione (mercato secondario).

<sup>21</sup> A tal fine, i predetti enti sono tenuti a comunicare periodicamente allo stesso Ministero i dati relativi alla propria situazione finanziaria. La definizione del contenuto e delle modalità del coordinamento, nonché dell'invio dei dati sono demandate ad un decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, recante, altresì, le norme relative all'ammortamento del debito e all'utilizzo degli strumenti derivati da parte dei succitati enti. A questo adempimento si è provveduto con il **decreto dei Ministri dell'economia e delle finanze e dell'interno 1° dicembre 2003, n. 389**.

I **commi 2 e 3** hanno modificato la disciplina dell'emissione di titoli obbligazionari e della contrazione di mutui da parte degli enti territoriali, al fine di rimuovere alcuni vincoli che sembravano aver condizionato l'utilizzazione di tali strumenti di finanziamento.

In particolare, il **comma 2** – diversamente da quanto indicato dalla legislazione previgente, informata ad un sistema di ammortamento con rimborso graduale di quote di capitale e interessi – ha previsto la possibilità di emettere titoli obbligazionari e di contrarre mutui con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza (c.d. struttura *bullet*).

In questo caso, l'ente territoriale, al momento dell'emissione o dell'accensione, dovrà costituire un fondo di ammortamento del debito (*sinking fund*) reinvestibile, ovvero concludere operazioni di *swap* per l'ammortamento del debito (*amortizing swap*), in base alle quali l'ente s'impegna a pagare rate di ammortamento e la controparte a corrispondere rate d'interesse più il capitale alla scadenza.

Questi metodi tendono, tra l'altro, a garantire una maggiore flessibilità alle politiche di spesa e una più efficiente comparabilità finanziaria dei buoni ordinari del comune (BOC) con altri strumenti d'investimento. La disposizione in esame contiene l'espresso riferimento a strumenti finanziari derivati, il cui impiego viene così ad essere previsto nella finanza degli enti territoriali.

Il **comma 3** ha abrogato il **primo periodo del comma 6 dell'articolo 35 della legge 23 dicembre 1994, n. 724**, nonché l'**articolo 3** del regolamento emanato con **decreto del Ministro del tesoro 5 luglio 1996, n. 420**.

In tal modo, sono stati eliminati l'obbligo di emissione alla pari, prima vigente per i titoli obbligazionari degli enti territoriali, riconoscendosi agli enti stessi la facoltà di emettere prestiti caratterizzati da uno scarto di emissione, e l'obbligo di trasmettere al Ministero del tesoro-Direzione generale del tesoro (ora Ministero dell'economia e delle finanze) e, per conoscenza, al Ministero dell'interno, un'apposita comunicazione, che era condizione necessaria per il collocamento del prestito.

Varie disposizioni sono contenute nel regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle regioni, degli enti locali e dei consorzi tra enti territoriali, emanato con **decreto dei Ministri dell'economia e delle finanze e dell'interno 1° dicembre 2003, n. 389**.

Tale regolamento prevede, all'**articolo 1**, che le province, i comuni, le unioni di comuni, le città metropolitane, le comunità montane e isolane, i consorzi tra enti territoriali e le regioni comunichino entro il giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre di ogni anno al Dipartimento del tesoro del Ministero dell'economia e delle finanze i dati relativi all'utilizzo netto di forme di credito a breve termine presso il sistema bancario, ai mutui accesi con soggetti esterni alla pubblica amministrazione, alle operazioni derivate concluse e ai titoli obbligazionari emessi nonché alle operazioni di cartolarizzazione concluse. Il coordinamento dell'accesso dei predetti enti ai mercati dei capitali è svolto dal Ministero dell'economia e delle finanze, limitatamente alle operazioni di finanziamento a medio e lungo termine o di cartolarizzazione di importo pari o superiore a 100 milioni di euro. A tal fine, gli enti comunicano le caratteristiche dell'operazione in preparazione al Dipartimento del tesoro che, entro dieci giorni, può indicare, con determinazione motivata, il momento più opportuno per l'attuazione

dell'operazione. In mancanza, l'operazione potrà essere conclusa entro venti giorni dalla conferma della ricezione della comunicazione, nei casi di emissioni obbligazionarie eseguite sul mercato, e nei termini indicati dagli enti in tutti gli altri casi. Restano escluse dalla comunicazione preventiva le operazioni di provvista con oneri a carico del bilancio dello Stato, per le quali si applicano le specifiche disposizioni di legge. Nel caso di operazioni soggette al controllo del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR), gli emittenti invieranno i dati simultaneamente al Dipartimento del tesoro e al CICR, e l'eventuale formulazione di osservazioni da parte del Dipartimento del tesoro dovrà avere luogo prima dell'autorizzazione rilasciata dal CICR. L'**articolo 2** reca disposizioni sull'ammortamento del debito. L'**articolo 3** riguarda, specificamente, le operazioni in strumenti derivati.

Ulteriori precisazioni sono state fornite dal **Ministero dell'economia e delle finanze** mediante la **circolare 27 maggio 2004**.

In primo luogo, è stato chiarito che sono sottoposte all'applicazione delle norme del regolamento soltanto le operazioni derivate effettuate e gli ammortamenti costituiti dagli enti territoriali successivamente alla data della sua entrata in vigore (4 febbraio 2004). Sono state inoltre enunziate alcune linee guida. Il criterio dell'attività di coordinamento dell'accesso al mercato svolta dal Ministero è stato individuato nella finalità di evitare la sovrapposizione di più soggetti pubblici sullo stesso segmento di mercato in un ristretto arco temporale, che potrebbe andare a detrimento delle condizioni di finanziamento. Per i criteri d'individuazione degli intermediari con i quali è ammissibile concludere i contratti relativi alla gestione di un fondo o allo *swap* per l'ammortamento del debito, la circolare precisa che il merito di credito (*rating*) deve essere certificato dalle agenzie riconosciute a livello internazionale, indicando attualmente: Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings. Si raccomanda, altresì, di vincolare la scadenza degli investimenti alla durata del fondo di ammortamento. Gli enti sono invitati a considerare il costo totale dell'emissione obbligazionaria sia nella forma "con rimborso unico a scadenza del capitale" sia nella forma "*amortising*", e a valutare la relazione tra tale differenza di costo e il maggiore rischio derivante dalla costituzione del fondo o dello *swap* per l'ammortamento. La circolare ricorda altresì che le emissioni con rimborso unico, ancorché associate ad uno *swap* di ammortamento, pesano per l'intero ammontare fino alla scadenza ai fini delle rilevazioni del debito pubblico operate dall'Ufficio statistico delle Comunità europee (Eurostat).

Dettagliate indicazioni sono fornite circa le tipologie di operazioni derivate ammesse. Oltre agli *swap* di tasso di cambio a copertura del rischio di cambio nel caso di indebitamento in valuta, sono consentite le operazioni espressamente indicate nelle **lettere da a) a d) dell'articolo 3, comma 2, del regolamento di cui al d.m. n. 389 del 2003**, da intendersi nella forma «*plain vanilla*»<sup>22</sup>.

In base alla menzionata **circolare del 27 maggio 2004**, non sono ammessi gli strumenti derivati che contengano leve o moltiplicatori dei parametri finanziari (ad esempio, pagare due volte il tasso Euribor), né operazioni derivate riferite ad

---

<sup>22</sup> Nello *swap plain vanilla* una delle controparti riceve periodicamente (di solito ogni semestre) un pagamento variabile legato ad un indice (ad es. Libor), e paga un tasso d'interesse fisso (ad es., il rendimento di una particolare categoria di titoli di Stato aumentato di un differenziale).

altre operazioni derivate preesistenti, in base alla considerazione che nessun derivato è configurabile come una passività.

Nel caso in cui si verifichi una variazione della passività sottostante ad un derivato, ad esempio perché è stata rinegoziata o convertita oppure perché ha raggiunto un ammontare inferiore a quanto inizialmente previsto, la posizione nello strumento derivato può essere riadattata sulla base di condizioni che non determinino una perdita per l'ente; solo nel caso in cui l'ente ritenga di dover chiudere la posizione nello strumento derivato, è ammissibile la conclusione di un derivato uguale e di segno contrario con un'altra controparte.

Infine, atteso il rischio inerente all'attività in derivati, la circolare raccomanda agli enti di fare altresì riferimento alle norme del **regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, adottato dalla CONSOB con delibera del 1° luglio 1998** e successive modificazioni (in particolare, **articoli da 25 a 31**)<sup>23</sup> e al "Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari" ad esso allegato (Allegato n. 3).

### **1.7. Le previsioni della legge finanziaria per il 2007**

I **commi da 736 a 738 dell'articolo 1 della legge finanziaria per il 2007 (legge n. 296 del 2006)** contengono disposizioni in materia di indebitamento degli enti locali tramite l'utilizzo di strumenti finanziari derivati.

In materia, sono intervenute le **circolari esplicative del Ministero dell'economia e delle finanze 31 gennaio 2007**<sup>24</sup> e **22 giugno 2007, n. 6301**<sup>25</sup>.

Il **comma 736** è diretto a ridurre l'utilizzo, da parte di regioni ed enti locali<sup>26</sup>, di strumenti finanziari derivati per le operazioni di gestione del debito.

Il comma in esame afferma che le operazioni di gestione del debito tramite strumenti derivati, effettuate da regioni ed enti locali, devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato. È stabilito, inoltre, che le suddette operazioni possano essere concluse solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al rischio di credito assunto.

---

<sup>23</sup> Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari, adottato con la delibera 1° luglio 1998, n. 11522, modificato – da ultimo – dalla delibera n. 15961 del 30 maggio 2007.

<sup>24</sup> Pubblicata in G.U. n. 29 del 5 febbraio 2007.

<sup>25</sup> Pubblicata in G.U. n. 151 del 2 luglio 2007.

<sup>26</sup> Si tratta di comuni, province, città metropolitane, comunità montane, comunità isolate, unioni di comuni e consorzi cui partecipano enti locali, con esclusione di quelli che gestiscono attività aventi rilevanza economica ed imprenditoriale (articolo 2 del d. lgs. n. 267 del 2000).

**I commi 737 e 738 introducono obblighi di comunicazione a carico delle regioni e degli enti locali che pongano in essere operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e operazioni in strumenti derivati.**

Ai sensi del **comma 737**, che introduce i **commi 2-bis e 2-ter nell'articolo 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448 (legge finanziaria per il 2002)**, le regioni e gli enti locali, prima della sottoscrizione di contratti relativi alle operazioni sopra indicate, devono trasmetterli al Ministero dell'economia e delle finanze-Dipartimento del tesoro.

La trasmissione è elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti stessi.

Sono espressamente confermate le disposizioni di cui al citato **d. m. n. 389 del 2003**<sup>27</sup> in materia di controllo sull'andamento delle operazioni. La norma si applica a partire dal 1° gennaio 2007.

L'**articolo 1 del D.M. n. 389 del 2003**, concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte degli enti locali e delle regioni, prevede che tali soggetti comunichino entro il giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre di ogni anno al Ministero dell'economia e delle finanze-Dipartimento del tesoro i dati relativi all'utilizzo netto di forme di credito a breve termine presso il sistema bancario, ai mutui accesi con soggetti esterni alla pubblica amministrazione, alle operazioni derivate concluse e ai titoli obbligazionari emessi, nonché alle operazioni di cartolarizzazione concluse.

Il coordinamento dell'accesso dei predetti enti ai mercati dei capitali è svolto dal Ministero dell'economia e delle finanze limitatamente alle operazioni di finanziamento a medio e lungo termine o di cartolarizzazione di importo pari o superiore a 100 milioni di euro. A tal fine, gli enti comunicano le caratteristiche dell'operazione in preparazione al Dipartimento del tesoro. Nel caso di operazioni soggette al controllo del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR), gli emittenti invieranno i dati simultaneamente al Dipartimento del tesoro e al CICR, e l'eventuale formulazione di osservazioni da parte del Dipartimento del tesoro dovrà avere luogo prima dell'autorizzazione rilasciata dal CICR.

Il nuovo **comma 2-ter** stabilisce che le operazioni di cui al nuovo **comma 2-bis** (operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e operazioni in strumenti derivati) che violano la vigente normativa siano comunicate alla Corte dei conti per l'adozione dei provvedimenti di sua competenza.

Il **comma 738** stabilisce che gli enti tenuti alle comunicazioni di cui al citato **articolo 41 della legge n. 448 del 2001** debbano conservare, per almeno cinque anni, elenchi aggiornati contenenti i dati di tutte le operazioni finanziarie e di indebitamento soggette all'obbligo di comunicazione. L'organo di revisione

---

<sup>27</sup> *Regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni, ai sensi dell'articolo 41, comma 1, della legge 28 dicembre 2001, n. 448.*

dell'ente territoriale vigila sul corretto e tempestivo adempimento dell'obbligo da parte degli enti vigilati.

Gli obblighi di comunicazione a carico di regioni ed enti locali, previsti dal citato **articolo 41**, sono quelli di cui nuovo **comma 2-bis**, introdotto dal precedente **comma 737**, e l'obbligo di comunicare periodicamente al Ministero dell'economia e delle finanze i dati relativi alla propria situazione finanziaria, al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di vigilare sugli andamenti di finanza pubblica.

### **1.8. Le previsioni della legge finanziaria per il 2008**

I **commi da 381 a 384 dell'articolo 1 della legge finanziaria per il 2008 (legge n. 244 del 2007)** riguardano i contratti su strumenti finanziari derivati.

Il **comma 381** dispone che i contratti su strumenti finanziari derivati, sottoscritti da regioni ed enti locali, devono essere informati alla massima trasparenza.

Il **comma 382** demanda ad un decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, da emanare sentite la Consob e la Banca d'Italia, il compito di indicare le informazioni che devono recare i contratti su strumenti finanziari, anche derivati, sottoscritti da regioni ed enti locali, nonché il compito di specificare le indicazioni secondo le quali tali contratti devono essere redatti.

*La disposizione non indica il termine entro cui deve essere emanato il decreto. Attualmente, il decreto non risulta emanato.*

Il Ministero dell'economia e delle finanze sarà quindi tenuto a verificare la conformità dei contratti al predetto decreto ministeriale.

Il **comma 383** stabilisce che la regione o l'ente locale sottoscrittore dello strumento finanziario debba attestare espressamente di aver preso piena considerazione:

- dei rischi dello strumento proposto;
- delle caratteristiche dello strumento proposto.

E' inoltre stabilito che l'ente pubblico territoriale debba evidenziare gli oneri e gli impegni finanziari derivanti dal contratto in apposita nota allegata al bilancio.

Ai sensi del **comma 384**, il rispetto di quanto previsto dai **commi 382 e 383** è elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti.

La norma di chiusura recata dal **comma 384** in esame parrebbe significare - qualificando il rispetto di quanto previsto dai **commi 382 e 383** in termini di <<elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti>> - che il contratto stipulato tra l'ente territoriale e la sua controparte avente ad oggetto strumenti finanziari anche derivati non

debba ritenersi nullo ovvero annullabile anche ove non siano rispettate le disposizioni recate dai **commi 382 e 383**.

Il mancato rispetto di tali norme impedirebbe, infatti, soltanto il dispiegarsi dell'efficacia del contratto.

Pertanto, un adeguamento successivo dell'ente territoriale alle prescrizioni recate dai **commi 382 e 383** consentirebbe al contratto, di per sé valido, di produrre anche gli effetti suoi propri.

Il **comma 384** prevede, altresì, che la violazione delle norme introdotte dai precedenti commi vada comunicata alla Corte dei conti, che sarà tenuta ad adottare i provvedimenti rientranti nella sua competenza.

### **1.9. Il decreto-legge n. 112 del 2008: il divieto di stipulare contratti relativi a strumenti derivati**

L'**articolo 62** (*Contenimento dell'uso degli strumenti derivati e dell'indebitamento delle regioni e degli enti locali*) del decreto-legge n. 112 del 2008<sup>28</sup> vieta alle regioni, alle province autonome di Trento e Bolzano ed agli enti locali:

- la stipula di contratti relativi agli strumenti finanziari derivati, fino ad una nuova regolamentazione governativa;
- il ricorso all'indebitamento attraverso contratti che non prevedano modalità di rimborso con rate di ammortamento comprensive di capitale ed interessi;
- l'emissione di titoli con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza.

Il **comma 01** prevede che le norme in esame costituiscano principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica ai sensi degli **articoli 117, terzo comma, e 119, secondo comma, della Costituzione**.

*La Corte costituzionale (sentenza n. 280 del 2004) ha ricordato che non tutte le disposizioni che si autoqualificano "principi della legislazione dello Stato" sono tali e (sentenza n. 50 del 2005) che l'interprete deve valutare la presenza di "principi fondamentali" senza essere condizionato in modo decisivo da eventuali autoqualificazioni. In analoga occasione, la Corte (sentenze n. 283 del 2004 e n. 349 del 1991) ha negato che il carattere di norma fondamentale di riforma economico-sociale potesse discendere dalla mera autoqualificazione.*

---

<sup>28</sup> *Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria*, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 133 del 2008.



Il **comma 1**, reca, ai fini del contenimento dell'indebitamento di regioni ed enti locali, il divieto per le regioni, le province autonome di Trento e Bolzano e gli enti locali:

- di stipulare contratti relativi agli strumenti finanziari derivati;
- di ricorrere all'indebitamento attraverso contratti che non prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento comprensive di capitale e interessi;
- di emettere titoli obbligazionari o altre passività con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza.

Nel caso di contratti di mutuo che prevedano il sistema di ammortamento con rimborso di quote di capitale e interessi, la norma fissa la durata massima dei piani di ammortamento in trenta anni, ivi comprese eventuali operazioni di rifinanziamento o rinegoziazione ammesse dalla legge.

A tale riguardo, si segnala che già **legge finanziaria per il 2005 (legge n. 311 del 2004, art. 1, co. 70)**, attraverso una novella all'**articolo 41, comma 2, primo periodo, della legge n. 448 del 2001**, aveva eliminato la possibilità per gli enti territoriali di poter contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza.

Il divieto opera comunque per un anno dalla data di entrata in vigore del decreto-legge in esame (25 giugno 2008) e, successivamente, fino alla data di entrata in vigore di un apposito regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze – da emanarsi previo parere della Banca d'Italia e della Consob – a cui è rimessa l'individuazione della tipologia di strumenti finanziari derivati che possono essere stipulati dagli enti territoriali.

Con il medesimo decreto saranno altresì stabiliti i criteri e le condizioni per la conclusione delle relative operazioni.

*Il decreto ministeriale non risulta attualmente emanato.*

Il **comma 3** fa salve le disposizioni in materia di indebitamento delle regioni, delle province autonome di Trento e Bolzano e degli enti locali che non siano in contrasto con le disposizioni del presente articolo.

**La posizione degli enti territoriali nelle trattative con gli intermediari finanziari:  
la direttiva MiFID**

Nel corso della XV legislatura, è stato emanato il **d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164<sup>29</sup>**, finalizzato a recepire nell'ordinamento nazionale la direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 (c.d. direttiva MiFID – *Market*

<sup>29</sup> Attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE e abroga la direttiva 93/22/CEE, pubblicato nel Supplemento Ordinario n. 234 alla Gazzetta Ufficiale 8 ottobre 2007.

*in Financial Instruments Directive).*

Le norme contenute nella direttiva 2004/39/CE costituiscono un passo importante verso la costruzione di un mercato azionario europeo integrato: le imprese d'investimento godranno effettivamente di un "passaporto unico" e gli investitori beneficeranno del medesimo livello di protezione in qualsiasi sistema europeo d'intermediazione mobiliare.

Tra le varie previsioni recate dalla direttiva MiFID e dal d. lgs. di recepimento, si segnalano – ai fini del presente studio - le disposizioni relative alla classificazione della clientela. Sul punto, la direttiva individua tre tipologie di clientela cui riconosce gradi di protezione diversificati:

1. i clienti al dettaglio (*retail*), che sono protetti da tutte le regole di comportamento previste dalla direttiva (*test* di adeguatezza e appropriatezza<sup>30</sup>, *best execution*, obblighi in materia di gestione degli ordini dei clienti, doveri di informazione nei confronti dei clienti);

2. i clienti professionali, che beneficiano di *standard* di protezione comunque elevati (attenuati principalmente per quanto riguarda i flussi informativi dall'impresa e alcune presunzioni circa la loro esperienza finanziaria nei *test* di adeguatezza e appropriatezza);

3. le controparti qualificate, a cui non si applica la maggior parte delle regole di comportamento (solo nella prestazione dei servizi di ricezione trasmissione ed esecuzione di ordini e di negoziazione per conto proprio). Un cliente classificato come controparte qualificata o cliente professionale ha comunque il diritto di richiedere all'impresa il trattamento più protetto da cliente al dettaglio.

Secondo la bozza del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze attuativo del nuovo articolo 6, comma 2-*sexies*, del d. lgs. n. 58 del 1998 (*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria-TUF*)<sup>31</sup>, soltanto le regioni potranno essere automaticamente considerate dagli intermediari come "clienti professionali".

Per gli altri enti pubblici (per es. i comuni e le province), gli intermediari finanziari italiani – ma anche quelli esteri operanti in Italia – dovranno, prima di proporre prodotti finanziari altamente rischiosi, verificare l'esistenza dei seguenti requisiti:

1. entrate risultanti dall'ultimo bilancio approvato superiori a quaranta milioni di euro;

2. aver effettuato operazioni finanziarie di valore nominale o nozionale complessivo superiore a cento milioni di euro nel corso dell'anno precedente la stipulazione del contratto;

3. presenza in organico di personale qualificato addetto alla gestione finanziaria dell'ente.

<sup>30</sup> Attraverso il *test* di adeguatezza, il cliente deve dare informazioni sulla disponibilità patrimoniale e sulla propensione al rischio; con il *test* di appropriatezza, il cliente deve dimostrare di conoscere ciò che vuole comprare.

<sup>31</sup> In base a tale disposizione, il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, individua con regolamento i clienti professionali pubblici, nonché i criteri di identificazione dei soggetti pubblici che, su richiesta, possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta.

<sup>32</sup> Il decreto ministeriale non risulta attualmente emanato.

Gli intermediari dovranno, inoltre, effettuare una valutazione adeguata delle competenze, dell'esperienza e delle conoscenze del responsabile della gestione finanziaria presso l'ente<sup>32</sup>.

## 2. Le cartolarizzazioni

### 2.1. Profili generali

Il termine *securitization* indica una complessa operazione economico-finanziaria, nata negli anni Settanta negli Stati Uniti, che consente al titolare di uno o più crediti di finanziarsi, ricorrendo al mercato dei capitali: infatti, attività preesistenti (*assets*), normalmente rappresentate da crediti, vengono convertite in titoli negoziabili, ossia in strumenti finanziari liquidabili sul mercato secondario<sup>33</sup>.

Il requisito imprescindibile per avviare un'operazione di *securitization* è la titolarità, in capo al soggetto finanziato (*originator*) di uno o più crediti, anche futuri. Ogni impresa può attivare una *securitization*, ma la maggior parte delle operazioni vengono realizzate da banche o da altri intermediari finanziari.

I crediti vengono "collateralizzati", ossia destinati a soddisfare in via esclusiva i diritti di categorie di creditori precisamente individuate, tra cui i diritti di credito degli investitori che hanno sottoscritto gli strumenti finanziari al cui rimborso, comprensivo di capitale e interessi, vengono destinate le somme derivanti dall'incasso dei crediti.

Quello che deve caratterizzare il credito perché sia oggetto di *securitization* è la sua attitudine a generare flussi monetari (*cash flow*), che possano permettere il soddisfacimento dei diritti di credito vantati dagli investitori.

I crediti oggetto di cartolarizzazione vengono trasferiti – dietro corrispettivo – dal patrimonio dell'*originator* a quello di un diverso soggetto, indicato con il nome di *special purpose vehicle* (SPV), ossia una società-veicolo a scopo limitato (o a destinazione speciale), così definita perché non può esercitare altra attività economica se non quella di cartolarizzazione dei crediti, che si limita ad emettere strumenti finanziari destinati ad essere rimborsati esclusivamente con le somme ricavate dall'incasso dei crediti ceduti di cui la stessa società si è resa cessionaria.

Tale trasferimento mette al riparo i crediti, che devono essere destinati al soddisfacimento degli investitori, dal possibile coinvolgimento nelle vicende patrimoniale dell'*originator*; essi vengono, pertanto, sottratti all'azione esecutiva dei creditori di quest'ultimo (il trasferimento deve essere opponibile ai creditori e, più in generale, agli aventi causa del cedente).

---

<sup>33</sup> Il mercato secondario è quello su cui ha luogo lo scambio di titoli già in circolazione. Infatti, su un mercato mobiliare, le attività finanziarie oggetto di scambio sono strumenti finanziari negoziabili di prima emissione (mercato primario) oppure già in circolazione (mercato secondario).

La cessione dei crediti è *pro soluto*, con la conseguenza che i titoli emessi non sono mai rappresentativi di alcun credito verso l'*originator*, il quale non risponde dell'insolvenza dei debitori ceduti.

L'acquisto dei crediti ad opera della società-veicolo li mette al riparo da eventuali azioni esecutive dei creditori del cedente e dal possibile coinvolgimento nel fallimento di quest'ultimo e costituisce la garanzia per il soddisfacimento dei diritti degli investitori; per tale motivo, la società-veicolo provvederà, nella generalità dei casi, ad acquistare i crediti prima dell'emissione degli strumenti finanziari. Tale acquisto è reso possibile mediante l'erogazione di un finanziamento "ponte" (*bridge-loan*) erogato da una banca, che viene subito rimborsato con i mezzi finanziari derivanti dal collocamento dei titoli.

La società-veicolo è una società che normalmente viene costituita in funzione della realizzazione di una singola operazione di *securitization*, dotata di personalità giuridica, che ha mezzi propri del tutto sproporzionati rispetto al capitale di credito raccolto sul mercato e che ha funzioni meramente strumentali, consistenti nel consentire la destinazione dei crediti al soddisfacimento dei diritti degli investitori, attraverso la costituzione di un patrimonio "separato" in capo ad un soggetto che, non svolgendo attività imprenditoriale, è meno esposto al rischio di insolvenza.

La società-veicolo è normalmente partecipata da un soggetto completamente estraneo al cedente (*orphan*), allo scopo di porre i crediti al di fuori dell'attivo patrimoniale di quest'ultimo.

I titoli emessi nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione sono riconducibili a due tipologie, con riguardo al rapporto fondamentale sottostante all'emissione: le emissioni di titoli *pass through* e l'emissione di titoli *pay through*.

Nel modello *pass through*, il portafoglio crediti viene costituito in un *trust* presso la società-veicolo; attraverso la sottoscrizione di certificati di partecipazione, gli investitori diventano titolari di una quota del *trust fund*, rappresentativa di un certo numero di crediti, ossia direttamente creditori dei debitori ceduti; il rimborso dei titoli è strettamente correlato temporalmente all'incasso dei crediti, al punto che, il rimborso anticipato di un credito ceduto comporta l'immediato rimborso di una quota di capitale dei titoli emessi dallo *special purpose vehicle*.

Nel modello *pay through*, i crediti vengono trasferiti ad uno *special purpose vehicle*, il quale emette strumenti finanziari la cui sottoscrizione permette di reperire il corrispettivo per l'acquisto dei crediti.

I titoli *pay through* incorporano un diritto di credito nei confronti dello *special purpose vehicle* emittente e il diritto degli investitori è sempre correlato temporalmente alla scadenza dei crediti.

Infine, si segnalano anche i titoli *asset backed securities* (ABS)<sup>34</sup> che incorporano un diritto di natura obbligatoria nei confronti dell'emittente; tuttavia, il diritto al rimborso degli investitori è svincolato dalla scadenza dei crediti ceduti.

### La contabilizzazione delle operazioni di cartolarizzazione

Come specificato dall'Ufficio statistico delle Comunità europee (Eurostat), affinché le operazioni di *securitization* comportino effetti benefici sui conti pubblici, devono consistere in una vendita di *assets* già iscritti in bilancio.

Secondo Eurostat, non è ammessa la cartolarizzazione di flussi futuri (come, per es., quelli derivanti dalle scommesse delle lotterie); altresì, in presenza di particolari tipologie di garanzie – quali quelle offerte dagli strumenti finanziari derivati – può essere compromesso l'effettivo trasferimento del rischio relativo ai cespiti ceduti ed ai relativi benefici sui conti pubblici. Per un analogo motivo, sono da evitare quelle tecniche che non comportano una completa fuoriuscita dei beni cartolarizzati, come, ad esempio, il *sale and lease-back*<sup>35</sup>.

Altresì, il valore dell'emissione dei titoli non può essere inferiore – al netto di eventuali sconti – all'85% del valore di mercato del portafoglio ceduto; da ultimo, la società-veicolo deve essere un soggetto autonomo dal governo.

<sup>34</sup> Gli ABS sono strumenti finanziari i cui flussi (in termini di interessi e di capitale) sono collegati ai flussi di cassa associati ad un *pool* di strumenti segregati. Si tratta, più nel dettaglio, di strumenti emessi, a fronte di operazioni di cartolarizzazione, da un particolare intermediario denominato *special purpose vehicle* (SPV). Questo intermediario emette ABS per finanziare l'acquisto del portafoglio di attività oggetto dell'operazione di cartolarizzazione, per cui viene ad esistere un legame diretto tra le attività presenti nel portafoglio segregato e le ABS: i flussi di cassa provenienti dagli *asset* presenti nel portafoglio ceduto vengono utilizzati per rimborsare interessi e valore nominale dei titoli emessi dallo SPV. L'attivo segregato, ossia il portafoglio sottostante l'operazione di cartolarizzazione, può essere costituito da mutui ipotecari, prestiti, obbligazioni, crediti commerciali, crediti derivanti da carte di credito o altro ancora.

In funzione della tipologia di attivo sottostante, le ABS possono essere classificate in:

- *credit loan obligation* (il portafoglio è costituito da prestiti bancari);
- *collateralized bond obligation* (il portafoglio è costituito da *junk bond*);
- *collateralized debt obligation* (il portafoglio è costituito da obbligazioni, strumenti di debito e titoli in generale);
- *collateralized mortgage obligation* (il portafoglio è costituito da mutui ipotecari su immobili residenziali);
- *commercial mortgage backed security* (il portafoglio è costituito da mutui ipotecari su immobili commerciali).

<sup>35</sup> Operazione finanziaria in base alla quale un bene viene alienato dal proprietario ad un'impresa di *leasing*, che si impegna a concederlo in godimento al venditore stesso e a riconoscergli un diritto di riscatto, trascorso un periodo determinato di tempo.

<sup>36</sup> Il comma 17 è stato modificato – da ultimo – dall'art. 62, co. 3-bis, del d.-l. n. 112 del 2008 (*Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria*), convertito, con modificazioni, dalla legge n. 133 del 2008.

<sup>37</sup> Secondo l'art. 119, co. 6, Cost., le regioni e gli enti locali possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare le spese di investimento. E' esclusa ogni garanzia dello Stato sui prestiti dagli stessi contratti.

Secondo l'art. 3, co. 17, della legge n. 350 del 2003 (legge finanziaria per il 2004)<sup>36</sup>, per le regioni a statuto ordinario e per gli enti locali costituiscono indebitamento, agli effetti dell'articolo 119, sesto comma, della Costituzione<sup>37</sup>:

- l'assunzione di mutui;
- l'emissione di prestiti obbligazionari;
- le cartolarizzazioni di flussi futuri di entrata;
- le cartolarizzazioni con corrispettivo iniziale inferiore all'85% del prezzo di mercato dell'attività oggetto di cartolarizzazione valutato da un'unità indipendente e specializzata;
  - le operazioni di cartolarizzazione accompagnate da garanzie fornite da amministrazioni pubbliche;
  - le cartolarizzazioni e le cessioni di crediti vantati verso altre amministrazioni pubbliche nonché, sulla base dei criteri definiti in sede europea dall'Ufficio statistico delle Comunità europee (Eurostat), l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate.

Non costituiscono indebitamento, agli effetti del art. 119 Cost., le operazioni che non comportano risorse aggiuntive, ma consentono di superare, entro il limite massimo stabilito dalla normativa statale vigente, una momentanea carenza di liquidità e di effettuare spese per le quali è già prevista idonea copertura di bilancio.

Modifiche alle predette tipologie di indebitamento sono disposte con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, sentito l'Istat, sulla base dei criteri definiti in sede europea.

## 2.2. La normativa italiana sulle cartolarizzazioni

### 2.2.1. La legge n. 130 del 1999

La tecnica della *securitization* corrisponde all'istituto giuridico della *cartolarizzazione*, disciplinata, in Italia, dalla **legge 30 aprile 1999, n. 130**<sup>38</sup>.

Tale legge prevede la creazione di una società di cartolarizzazione (**art. 1, co. 1, lett. a)**, e **art. 3, co. 1)**, con la funzione di acquistare i crediti interessati dall'operazione e di emettere (o di far emettere) i corrispondenti titoli di credito; è altresì stabilito che le somme pagate dai debitori ceduti a tale società siano destinate al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altra società, per finanziare l'acquisto di tali crediti, nonché al pagamento dei costi dell'operazione di cartolarizzazione (**art. 1, co. 1, lett. b)**).

Pertanto, l'oggetto delle operazioni di cartolarizzazione era originariamente limitato ai crediti pecuniari, comprensivi di qualunque credito in denaro esistente o futuro, con l'unica limitazione riguardante l'individuabilità in blocco della

<sup>38</sup> Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti.

massa creditizia, qualora l'operazione fosse riferita ad una pluralità di crediti (**art. 1, co. 1**).

La disciplina introdotta dalla **legge n. 130 del 1999** – pur cercando di contemplare le più diffuse tipologie di operazioni di cartolarizzazione – assegna un ruolo centrale al modello c.d. *pay through* (v. *supra* §. 2.1.), che si caratterizza per la cessione di uno o più crediti ad una società-veicolo, che li acquista finanziandosi sul mercato mediante emissione di strumenti finanziari destinati ad essere collocati presso investitori anche non istituzionali.

L'**articolo 7** della legge prevede che operazioni di cartolarizzazione possano essere realizzate anche attraverso l'erogazione di un finanziamento al soggetto titolare dei crediti da parte della società-veicolo (**lett. a**) o mediante cessione dei crediti ad un fondo comune di investimento (**lett. b**).

Con un'integrazione apportata dal **decreto-legge n. 35 del 2008** (c.d. *decreto sulla competitività*)<sup>39</sup>, sono stati introdotti nella legge n. 130 gli **articoli 7-bis e 7-ter**, che disciplinano l'emissione delle obbligazioni bancarie garantite (c.d. *covered bonds*).

In tale operazione, che si affianca alla cartolarizzazione tradizionale, i crediti che vengono ceduti ad una società-veicolo costituiscono un patrimonio separato all'interno della società e offrono una garanzia aggiuntiva all'investitore, che può fare affidamento anche sul patrimonio dell'emittente.

L'*originator* – che in questo tipo di operazione è anche emittente – può essere solo una banca e la cessione può avere ad oggetto soltanto una tipologia ben individuata di crediti: crediti fondiari o ipotecari e crediti verso le pubbliche amministrazioni o garantiti dalla stesse, anche individuabili in blocco; oppure titoli derivanti da cartolarizzazioni aventi ad oggetto crediti della medesima natura.

### 2.2.2. La cartolarizzazione dei crediti INPS

Anche prima dell'entrata in vigore della **legge n. 130 del 1999**, la cartolarizzazione dei crediti era un istituto presente nell'ordinamento italiano: infatti, l'**art. 13 della legge n. 448 del 1998**<sup>40</sup> (**legge finanziaria per il 1999**) aveva disciplinato la cartolarizzazione dei crediti dell'INPS.

Tale articolo attiene alla cartolarizzazione dei crediti contributivi vantati dall'INPS (inclusi interessi, sanzioni e somme aggiuntive) maturati e maturandi fino al 31 dicembre 2005, ceduti a titolo oneroso ed in massa.

Si tratta di una cessione di crediti *pro soluto*, essendo l'INPS tenuta a garantire l'esistenza dei crediti al tempo del cessione, ma non la solvenza dei debitori ceduti.

---

<sup>39</sup> *Disposizioni urgenti nell'ambito del Piano di azione per lo sviluppo economico, sociale e territoriale*, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 80 del 2005.

<sup>40</sup> *Misure di finanza pubblica per la stabilizzazione e lo sviluppo*.

Il ruolo di società-veicolo è assegnato ad una società per azioni avente per oggetto esclusivo l'acquisto e la cartolarizzazione dei crediti: la società-veicolo potrà finanziare le operazioni di acquisto dei crediti mediante emissione di titoli oppure contrazione di prestiti, che potranno beneficiare, in tutto o in parte, della garanzia dello Stato.

L'articolo 15 della legge n. 448 del 1998 reca una disciplina analoga per la cartolarizzazione dei crediti di imposta e contributivi dello Stato.

Per la precisione, si autorizza il Ministero dell'economia e delle finanze a costituire o a promuovere la costituzione, anche attraverso soggetti terzi, di una società a responsabilità limitata con capitale sociale iniziale di 10.000 euro avente ad oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti d'imposta e contributivi ovvero di altri crediti dello Stato e di altri enti pubblici. Ai crediti futuri sono assimilati altri proventi di natura non tributaria appartenenti allo Stato.

### **2.2.3. La cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico**

La cartolarizzazione dei crediti è divenuta lo strumento principale per realizzare il programma di dismissione del patrimonio immobiliare pubblico, attraverso il d.-l. n. 351 del 2001<sup>41</sup>.

Tra i profili salienti della normativa, si segnala l'esigenza di procedere ad una ricognizione del patrimonio immobiliare, da effettuarsi attraverso l'Agenzia del demanio con propri decreti dirigenziali volti ad individuare i beni oggetto di dismissione.

Il contenuto del d.-l. n. 351 del 2001 ricalca la disciplina delle operazioni di cartolarizzazione previste, per i crediti dello Stato, dall'articolo 15 della legge n. 448 del 1998, da cui si differenzia per la natura degli *assets* oggetto di cartolarizzazione, costituiti dai proventi derivanti dalla dismissione del patrimonio immobiliare dello Stato e degli altri enti pubblici (art. 2, co. 1).

Ai fini dell'attivazione della cartolarizzazione, i cespiti immobiliari sono venduti ad un soggetto terzo: si tratta di una società-veicolo avente la natura di società a responsabilità limitata, appositamente costituita dal Ministero dell'economia e delle finanze (o su promozione di questo), con capitale iniziale di 10 mila euro ed avente quale oggetto sociale esclusivo <<la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione del patrimonio immobiliare dello Stato e degli altri enti pubblici>> (art. 2, co. 1).

Il patrimonio immobiliare pubblico è ceduto alla predetta società-veicolo, dietro corresponsione, a titolo definitivo, di un prezzo iniziale, sostenuto grazie a finanziamenti bancari o all'emissione di titoli obbligazionari.

---

<sup>41</sup> Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 410 del 2001.



Il rimborso dei titoli emessi e dei finanziamenti ottenuti è garantito dai proventi realizzati dalla successiva vendita dei beni oggetto della dismissione, operata dalla società-veicolo a mezzo di aste ovvero di strumenti ad evidenza pubblica che devono incentivare il confronto concorrenziale e, dunque, il conseguimento dei maggiori ricavi possibili.

A conclusione della vendita, agli enti originariamente proprietari dei beni dismessi spetta la parte residua del prezzo; si tratta, evidentemente, di una parte eventuale, dipendente dal differenziale tra ricavi netti della vendita e somme dovute a rimborso dei capitali, degli interessi e degli altri oneri connessi all'operazione di cartolarizzazione.

Il compimento delle singole operazioni concrete è demandato ad un apposita Società di cartolarizzazione degli immobili pubblici (c.d. SCIP). Tale procedura ha il vantaggio di assicurare all'erario un'entrata immediata di liquidità, garantendo alla SCIP i tempi tecnici necessari per esercitare adeguate procedure competitive che consentano di massimizzare il profitto derivante dall'operazione di dismissione.

Alla disciplina recata dal **d.-l. n. 351 del 2001**, hanno fatto seguito le norme di cui al **d.-l. n. 63 del 2002**<sup>42</sup> e alla **legge n. 289 del 2002 (legge finanziaria per il 2003)**.

Con il **d.-l. n. 63 del 2002**, è stata prevista la costituzione della società "Patrimonio dello Stato Spa", con capitale sociale pari a 1.000.000 di euro detenuto interamente dal Ministero dell'economia e delle finanze e suscettibile di trasferimento a società interamente controllate dal Ministero stesso (**art. 7**). Alla Patrimonio dello Stato Spa possono essere trasferiti <<diritti pieni o parziali su beni immobili facenti parte del patrimonio disponibile e indisponibile dello Stato, sui beni immobili facenti parte del demanio dello Stato e comunque sugli altri beni compresi nel conto generale del patrimonio dello Stato [...], ovvero ogni altro diritto costituito a favore dello Stato>>.

Tale società può effettuare le operazioni di cartolarizzazione disciplinate dal **d.-l. n. 350 del 2001**.

In seguito, con la **l. n. 289 del 2002 (legge finanziaria per il 2003)**, la cartolarizzazione è stata estesa al patrimonio immobiliare di regioni, province e comuni. Tali enti territoriali sono stati autorizzati a costituire o a promuovere la costituzione di società a responsabilità limitata con capitale iniziale di 10.000 euro, aventi <<ad oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione dei rispettivi patrimoni immobiliari>> (**art. 84, co. 1**).

---

<sup>42</sup> *Disposizioni finanziarie e fiscali urgenti in materia di riscossione, razionalizzazione del sistema di formazione del costo dei prodotti farmaceutici, adempimenti ed adeguamenti comunitari, cartolarizzazioni, valorizzazione del patrimonio e finanziamento delle infrastrutture, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 112 del 2002.*

Le singole fasi della cartolarizzazione sono disciplinate dai **commi 1, 2, 4, 6 e 7 dell'art. 2 del d.-l. n. 351 del 2001**, in quanto compatibili (**art. 84, co. 2**).

Si rileva l'ampliamento – da parte dell'**art. 84, co. 6** – del novero dei soggetti con facoltà di ricorso alla cartolarizzazione, prevedendosi l'applicabilità dell'istituto anche ai <<beni immobili degli enti pubblici strumentali di regioni, province, comuni ed altri enti locali che ne facciano richiesta all'ente territoriale di riferimento, e ai beni immobili delle aziende sanitarie locali e delle aziende ospedaliere>>. Tali enti non possono operare direttamente la dismissione del proprio patrimonio: i relativi beni immobili devono, infatti, essere trasferiti a titolo oneroso agli enti territoriali di riferimento con atto pubblico o scrittura privata autenticata; saranno poi gli enti territoriali a realizzare le operazioni di cartolarizzazione, ai sensi della medesima disposizione (**art. 84, co. 6**).

#### **2.2.4. La cartolarizzazione dei crediti della Cassa depositi e prestiti Spa**

Sempre con riferimento ad operazioni di cartolarizzazione, si ricorda che l'**articolo 8 del d.-l. n. 63 del 2002**<sup>43</sup> - parzialmente modificato dall'**art. 5, co. 26, del d.-l. n. 269 del 2003**<sup>44</sup> - ha attribuito alla Cassa depositi e prestiti (Cdp) la facoltà di cartolarizzare i beni e diritti (in particolare i crediti) ad essa spettanti in virtù delle operazioni di finanziamento effettuate.

Più precisamente, il **d.-l. n. 269 del 2003** – il cui **art. 5** ha trasformata la Cdp in società per azioni – ha previsto che la Cassa depositi e prestiti possa emettere titoli garantiti da un patrimonio formato da propri beni e rapporti giuridici.

In tal modo, la Cdp è potuta accedere al mercato dei capitali con la prima emissione di c.d. *covered bonds*, ossia obbligazioni garantite da crediti derivanti da mutui concessi ad enti territoriali.

Si ricorda che la Cassa depositi e prestiti Spa ha la missione istituzionale di favorire lo sviluppo degli investimenti pubblici, delle opere infrastrutturali destinate alla fornitura dei servizi pubblici a carattere locale e delle grandi opere di interesse nazionale, assicurando un adeguato ritorno economico agli azionisti, preservando in modo durevole l'equilibrio economico-finanziario e patrimoniale e, allo stesso tempo, garantendo la tutela del patrimonio ambientale.

Il capitale sociale della Cdp è posseduto per il 70% dal Ministero dell'economia e delle finanze-Dipartimento del tesoro, mentre il restante 30% è di proprietà di varie fondazioni bancarie.

---

<sup>43</sup> *Disposizioni finanziarie e fiscali urgenti in materia di riscossione, razionalizzazione del sistema di formazione del costo dei prodotti farmaceutici, adempimenti ed adeguamenti comunitari, cartolarizzazioni, valorizzazione del patrimonio e finanziamento delle infrastrutture*, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 112 del 2002.

<sup>44</sup> *Disposizioni urgenti per favorire lo sviluppo e per la correzione dell'andamento dei conti pubblici*, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 326 del 2003.

### 2.3. L'analisi della Corte dei conti<sup>45</sup>

Un'approfondita analisi giuridico-economica sulle operazioni di cartolarizzazione realizzate in Italia è contenuta in una **Relazione della Corte dei conti del 21 marzo 2006**<sup>46</sup>.

Con la suddetta Relazione, la magistratura contabile ha verificato, a consuntivo, i principali aspetti delle operazioni di alienazione dei crediti previdenziali e immobiliari condotte nel periodo 1999-2005 (obiettivo, suo grado di conseguimento e capacità di *governance* delle strutture amministrative incaricate della gestione).

Dall'indagine, emerge che le decisioni di alienare sono state assunte <<perché necessario ed urgente agire per ridurre l'indebitamento e/o il debito>>, senza un'accurata analisi costi/benefici e scegliendo di contenere la pressione fiscale e ridurre la spesa pubblica con una misura non strutturale e a rischio trasparenza.

<<In ragione della mancata messa in opera di un adeguato meccanismo di monitoraggio>> - eccepisce infatti la Corte - <<sono rimasti aperti rilevanti problemi di soddisfacente ricostruzione contabile di alcune operazioni, così come sono rimasti senza risposta interrogativi relativi alle dimensioni dei costi>>.

Inoltre, valutando i risultati ottenuti in termini di costi/benefici contabilizzati, la Corte rileva che i circa 57,8 miliardi di ricavi conseguiti a fronte di portafogli complessivamente cartolarizzati per circa 129,2 miliardi hanno potuto contribuire al miglioramento dei conti pubblici <<solo in parte>>, in ragione dei criteri di contabilizzazione stabiliti dall'Eurostat:<<tenendo conto anche dei corrispettivi differiti, l'apporto alla riduzione del debito è stato, infatti, di 15,9 miliardi ed alla riduzione dell'indebitamento netto di 10,2 miliardi>>.

Infine, la magistratura contabile - pur riconoscendo che l'ampio ricorso all'*outsourcing* nella gestione strategica di operazioni così complesse sia stato indispensabile - lamenta che essa, essendosi svolta tutta all'esterno dell'amministrazione, <<non abbia prodotto significativi effetti di trasposizione all'interno delle amministrazioni di modelli organizzativi ed operativi innovativi>>.

---

<sup>45</sup> I giudizi e le valutazioni riportate in questo paragrafo sono testualmente riprese dalla relazione della Corte dei conti del 21 marzo 2006, redatta dall'Ufficio di controllo sulla gestione dei Ministeri economico-finanziari.

<sup>46</sup> La relazione - di cui si riporta uno stralcio nell'allegato al presente *dossier* - è reperibile integralmente al seguente indirizzo *internet*: [http://www.corteconti.it/Ricerca-e-1/Gli-Atti-d/Controllo-/Documenti/Sezione-ce1/Anno-20061/Adunanza-c/Del.-21\\_03\\_06.doc\\_cvt.htm](http://www.corteconti.it/Ricerca-e-1/Gli-Atti-d/Controllo-/Documenti/Sezione-ce1/Anno-20061/Adunanza-c/Del.-21_03_06.doc_cvt.htm).

La tabella che segue – tratta dalla Relazione della Corte – reca un prospetto informativo sulle operazioni di cartolarizzazione degli attivi pubblici in Italia condotte nel periodo 1999-2005.

Le operazioni di cartolarizzazione di attivi pubblici in Italia: portafogli ceduti, corrispettivi riscossi ed effetti sui saldi di finanza pubblica (in milioni)

OPERAZIONI	PORTAFOGLIO CEDUTO	CORRISPETTIVI			Effetti netti al momento dell'effettuazione dell'operazione (d)	
		INIZIALE	DIFFERITO	TOTALE	DEBITO	INDEBITAMENTO NETTO
INPS (a)	84.910,30	20.904		20.904	4.211	0
INPS 1	48.492,70	4.647		4.647	-4.647	0
INPS 2	5.035,20	1.710		1.710	1.262	0
INPS 3	5.455,70	3.000		3.000	1.427	0
INPS 4	11.424,50	2.999		2.999	2.999	0
INPS 5	8.502,20	3.549		3.549	3.549	0
INPS 6	6.000,00	4.999		4.999	4.999	0
INAIL	4.184,26	1.349	352	1.701	-1.349	0
SCIP 1	5.099,50	2.300		2.300	-2.300	0
SCIP 2	7.797,10	6.637		6.637	6.637	6.637
FIP	3.300,00	2.987	592	3.579	2.987	2.987
LOTTO-ENALOTTO (b)	13.464,76	2.997	10.417	13.414	-3.000	0
CASSA DEPOSITI E PRESTITI INPDAP-PRESTITI PERSONALI (c)	4.722,91	4.230		4.230	4.230	0
INPDAP-MUTUI (c)	560,00	539		539	0	0
MAP MIUR PRESTITI PER LA RICERCA (c)	1.560,05	1.279		1.279	1.279	0
MAP	826,40	681				
MIUR	733,65	598				
TOTALE	129.198,88	46.422	11.361	57.783	15.895	9.624 *

Note:

(a): per le operazioni sui crediti INPS è difficile disaggregare l'importo del corrispettivo, in quanto - a partire da INPS 2 - lo stesso è dato dalla somma del corrispettivo relativo ai nuovi crediti ceduti, del fondo di liquidità - per le prime tre operazioni - e dell'importo a titolo di anticipazione di parte del corrispettivo finale. Il portafoglio ceduto di INPS 1 è comprensivo dei crediti dell'Istituto fino al 1999.

(b): il portafoglio ceduto corrisponde ai proventi netti versati alla SPV (società-veicolo).

(c): il portafoglio ceduto viene aggiornato di continuo per l'immissione di crediti aggiuntivi. Per i mutui INPDAP verso le Amministrazioni locali, l'effetto netto è pari a zero, in quanto gli effetti positivi della cartolarizzazione sono compensati dal maggior debito a cui sono ricorsi gli enti locali per rimborsare l'SPV.

(d) Fonte: Dipartimento tesoro: a) gli incassi relativi a INPS 2 e INPS 3 sono stati solo parzialmente riconosciuti a beneficio del debito. In particolare per INPS 3 con il riferimento all'importo dei nuovi crediti ceduti alla data di cessione (18 luglio 2002) e sulla quota di riserve accantonate sulle serie 4, 5 e 6 che saranno svincolate a rimborso dei titoli delle dette serie; b) l'incasso relativo a SCIP 2 è stato interamente riconosciuto; c) il beneficio relativo a INPS 4 è quantificato sulla base del valore dei crediti ceduti ed inseriti in bilancio da INPS fino alla data di cessione (18 luglio 2003), più i crediti maturandi nella restante parte del 2003, anche se il prezzo di cessione di questi ultimi sarà corrisposto dalla SCCI ad INPS solo a dicembre 2005.

La mancanza di segno equivale a segno positivo ed indica un miglioramento, il segno meno un peggioramento

\*: 16.487 tenendo conto per il FIP anche del prezzo differito

\*\* : 10.216 tenendo conto per il FIP anche del prezzo differito

FONTI: per portafoglio ceduto, elaborazioni Corte dei conti su dati del Dipartimento del tesoro. Per corrispettivi ed effetti di finanza pubblica, elaborazioni Corte dei conti su dati del Dipartimento del tesoro e rettifiche ISTAT.

## **2.4. Le operazioni di cartolarizzazione sponsorizzate dal Ministero dell'economia e delle finanze<sup>47</sup>**

A fini riepilogativi – e senza pretese di esaustività - si segnala, da ultimo, che le operazioni di cartolarizzazione sponsorizzate dal 1999 ad oggi dal Ministero dell'economia e delle finanze-Dipartimento del tesoro sono state organizzate in tre programmi, distinti a seconda della natura delle attività sottostanti cedute:

### **1. Programma di cartolarizzazione di immobili (società S.C.I.P.);**

Si tratta delle operazioni SCIP 1 e SCIP 2, che trovano la loro legittimazione normativa nel più volte citato **d.-l. n. 351 del 2001<sup>48</sup>**, nonché nel **d.-l. n. 41 del 2004<sup>49</sup>**.

Sul punto, si rinvia alle Relazioni ministeriali riportate nell'allegato al presente *dossier*.

### **2. Programma di cartolarizzazione dei crediti delle pubbliche amministrazioni (società S.C.I.C.);**

Ci si riferisce alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti dell'INPDAP, nonché a operazioni di cartolarizzazione volte a finanziare progetti di ricerca del Ministero dell'istruzione, università e ricerca e del Ministero delle attività produttive (*rectius*: dello sviluppo economico).

---

<sup>47</sup> I dati riportati in questo paragrafo sono reperibili sul sito *internet* del Ministero dell'economia e delle finanze-Dipartimento del tesoro, al seguente indirizzo: <http://www.dt.tesoro.it/Aree-Docum/Cart/index.htm>.

<sup>48</sup> *Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare*, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 410 del 2001.

<sup>49</sup> *Disposizioni in materia di determinazione del prezzo di vendita di immobili pubblici oggetto di cartolarizzazione*, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 104 del 2004.

**3. Programma di cartolarizzazione di crediti contributivi dell'INPS (società S.C.C.I.).**

Si tratta delle operazioni comprese sotto i programmi da “INPS 1” a “INPS 6”, che trovano il loro principale fondamento normativo nell'**articolo 13 della già citata legge n. 448 del 1998**<sup>50</sup>.

Sul punto, si rinvia alle Relazioni ministeriali riportate nell'allegato al presente *dossier*.

---

<sup>50</sup> *Misure di finanza pubblica per la stabilizzazione e lo sviluppo.*

# **ALLEGATI**





# **GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI**



## **Documentazione dottrinale**





ISTITUTO DI STUDI E  
ANALISI ECONOMICA

*Collana*

“I Temi dei Rapporti dell’ISAE”

**I derivati degli Enti Locali:  
origine, dimensione e criticità**

*Estratto dal Rapporto ISAE  
Finanza pubblica e Istituzioni*

*Maggio 2008*

L'autrice di questo contributo è Luisa Sciandra.

Stampato presso la sede dell'Istituto

## 3 I derivati degli Enti Locali: origine, dimensione e criticità

### 3.1 INTRODUZIONE

I processi di decentramento amministrativo avviati negli ultimi anni stanno profondamente modificando le strategie finanziarie degli Enti Locali<sup>1</sup>. La riduzione dei trasferimenti statali e i ritardi nell'affermarsi dell'autonomia finanziaria e fiscale hanno favorito il ricorso a forme di finanziamento degli investimenti alternative alle tradizionali e sviluppato, parallelamente, un approccio all'indebitamento fondato su moderni strumenti di gestione<sup>2</sup>.

Nel corso degli anni novanta inizia a delinearsi il quadro normativo volto al superamento del modello di finanza derivata e al progressivo ridimensionamento del ruolo di "intermediazione" del settore statale nel finanziamento agli investimenti degli Enti Locali. In particolare, da una parte cessa il monopolio della Cassa Depositi e Prestiti (C.d.d.pp.) quale unico erogatore di finanziamenti agli Enti Locali e si avvia un deciso allineamento al mercato delle strategie creditizie dell'Istituto. Dall'altra, migliorano le condizioni di concessione ed erogazione dei mutui da parte del sistema bancario, sia in termini di procedure che di costi delle operazioni, e si diversificano progressivamente le fonti di finanziamento alternative a disposizione delle amministrazioni locali (tra queste, le emissioni obbligazionarie comunali e provinciali). L'analisi della normativa in materia evidenzia chiaramente come l'obiettivo del Legislatore sia stato diretto a favorire la nascita e lo sviluppo di nuovi strumenti di finanziamento, affinando, negli interventi che si sono succeduti, gli aspetti problematici e critici che sono via via emersi.

La maggiore flessibilità e autonomia nella definizione delle strategie finanziarie concessa all'Ente Locale si inserisce tuttavia in un contesto in cui, da una parte, si ampliano le funzioni e le competenze ad esso assegnate, dall'altra, sono introdotti stringenti vincoli di spesa posti dalla necessità di rispettare il Patto di stabilità.

---

<sup>1</sup> Per una trattazione dettagliata di questi aspetti si rimanda a ISAE *et al.* (2005, 2006, 2007).

<sup>2</sup> Nel sistema di finanza derivata l'indebitamento degli Enti Locali era composto essenzialmente da mutui prevalentemente a tasso fisso, i cui oneri finanziari erano pressoché interamente coperti dai contributi statali. L'aspetto micro (quindi gestionale) di tali passività non rilevava per le amministrazioni locali, il cui debito era interamente consolidato all'interno della pubblica amministrazione.

Le autonomie locali si trovano quindi di fronte alla necessità di conciliare una duplice esigenza:

- assolvere efficacemente alle proprie funzioni per assicurare servizi alle comunità residenti, e dunque intraprendere interventi per garantire un adeguato sviluppo territoriale;
- preservare gli equilibri di bilancio per affrontare in modo efficiente ed efficace le politiche di gestione finanziaria.

Le determinanti dell'operatività in derivati si rintracciano principalmente in questo mutato contesto operativo che caratterizza la finanza pubblica e che impone agli Enti Locali di ricercare un margine di manovra alternativo al tradizionale<sup>3</sup>. Contestualmente, il ricorso a tali strumenti presenta ampi margini di rischio che necessitano di essere adeguatamente conosciuti e valutati dalle amministrazioni. Come si illustrerà, infatti, sino all'emanazione del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 389/2003, nelle strategie finanziarie degli Enti Locali è prevalsa la componente speculativa o di *funding* di breve periodo con ripercussioni, spesso impreviste, sugli equilibri finanziari attuali e prospettici.

Il capitolo si incentra su questi aspetti. In particolare, viene tracciato un quadro generale dell'esposizione in strumenti derivati degli Enti Locali e delle criticità connesse, pur nella frammentarietà e parzialità delle informazioni disponibili. Tali operazioni, infatti, avvengono prevalentemente sui mercati non regolamentati (*over the counter*, OTC<sup>4</sup>) e risultano da contrattazioni private tra le amministrazioni e gli istituti finanziari secondo caratteristiche e modalità decise di volta in volta dalle parti coinvolte, il che rende estremamente complessa la costruzione di un quadro quantitativamente e qualitativamente dettagliato.

Solo recentemente, come si vedrà, la normativa in materia è intervenuta per definire con maggiore precisione i criteri e le caratteristiche che le operazioni intraprese devono rispettare e rafforzando il potere di monitoraggio del Ministero dell'Economia e delle Finanze sull'attività in derivati degli Enti Locali. Anche la Corte dei Conti ha inserito nel questionario relativo al bilancio di previsione 2008 importanti modifiche in materia. In particolare, nel nuovo prospetto è prevista l'indicazione di elementi specifici che presuppongono una preliminare attività di accertamento e controllo da parte dell'organo di revisione delle operazioni di finanza derivata. Da queste iniziative ci si attende possa derivare anche maggiore trasparenza informativa.

---

<sup>3</sup> La nozione di strumenti derivati afferisce ad un insieme molto eterogeneo di strumenti con caratteristiche e meccanismi di funzionamento differenti. Negli ultimi decenni l'innovazione finanziaria ha infatti concorso a produrre tipologie di strumenti con differenti livelli di complessità e caratteristiche strutturali diverse tra loro (cfr. Riquadro in questo capitolo e Specca, 2002).

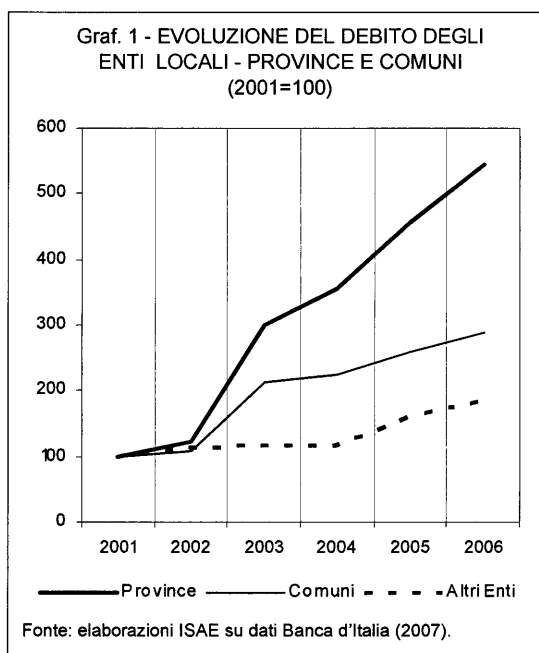
<sup>4</sup> I mercati OTC sono caratterizzati dal non avere un regolamento. Sono mercati la cui negoziazione si svolge al di fuori dei circuiti borsistici ufficiali. Pertanto le caratteristiche dei contratti che vengono negoziati non sono standardizzate (cfr. Riquadro). Per una trattazione sulle caratteristiche e problematiche dei mercati OTC si rimanda a De Biasi P. (2000).



### 3.2 L'UTILIZZO DEI DERIVATI DA PARTE DAGLI ENTI LOCALI: ORIGINE E FINALITÀ

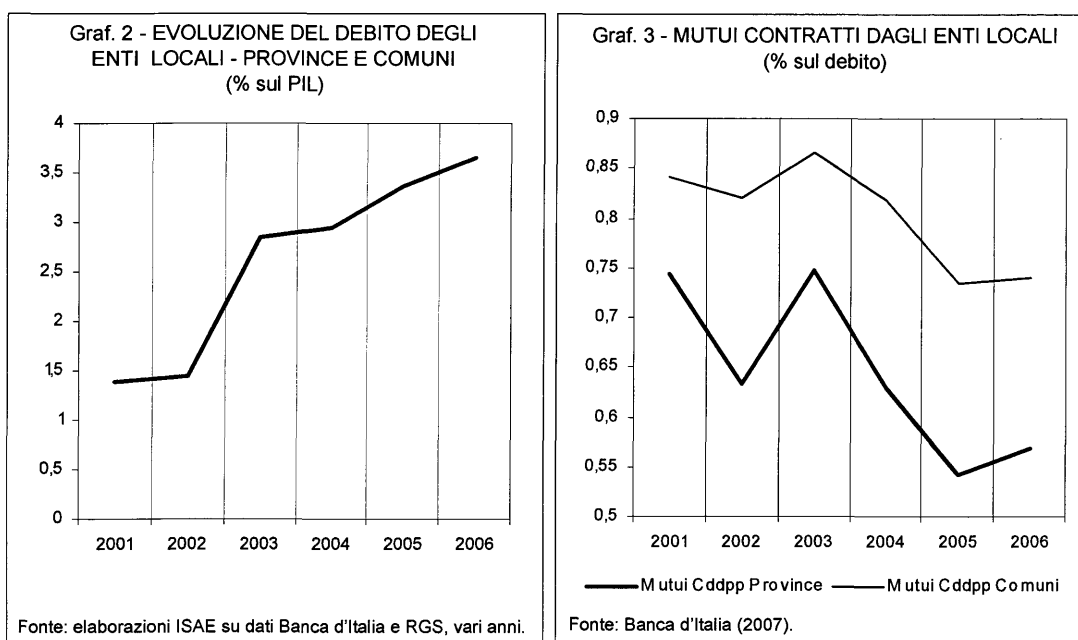
Il progressivo decentramento di funzioni e poteri agli Enti Locali non è stato accompagnato da un pieno e parallelo trasferimento di autonomia fiscale: i tagli ai trasferimenti erariali, e il concomitante restringimento dell'autonomia finanziaria mediante limiti e controlli sulla dinamica delle entrate e delle spese locali hanno inciso negativamente sui comportamenti degli Enti Locali. La mancanza di una piena autonomia impositiva ha inoltre accresciuto il ricorso all'indebitamento per finanziare le spese di investimento e favorito l'utilizzo di canali di finanziamento alternativi, in particolare, mediante l'accesso diretto al mercato dei capitali. Accanto a questo, la significativa riduzione del margine per finanziare il servizio del debito ha modificato l'approccio all'indebitamento e favorito il ricorso a moderne forme di gestione delle passività.

L'evoluzione del debito delle Amministrazioni Locali evidenzia infatti negli ultimi anni sia un andamento crescente (con una discontinuità attestata nel 2003 a fronte della riclassificazione della C.dd.pp. al di fuori della pubblica amministrazione<sup>5</sup>), sia un mutamento della sua composizione, con una progressiva diversificazione degli strumenti e un più incisivo ricorso al mercato dei capitali. Si rileva, infatti, un aumento delle passività rappresentate da titoli<sup>6</sup>, una progressiva conquista di quote di mercato da parte del settore bancario ed una parallela riduzione dei mutui contratti con la C.dd.pp., sebbene il peso relativo di tale fonte di finanziamento rimanga ancora ampiamente preponderante (cfr. grafici 1-4 e tabelle 1-2).



<sup>5</sup> Prima della riforma del 2003, la Cddpp costituiva un ente della Pubblica Amministrazione per cui il debito nei suoi confronti, detenuto dalle altre Amministrazioni, non rientrava nella valutazioni del debito pubblico. Dopo il 2003 il debito contratto dagli Enti Locali presso la Cddpp viene contabilizzato nel debito locale.

<sup>6</sup> La componente più dinamica del debito risulta essere quella delle emissioni obbligazionarie, che risultano negli ultimi anni in forte espansione. Dai dati Anci-cnc si rileva, a partire dal 1996 un trend decisamente in crescita in termini sia di numero di emissioni che di ammontare. La componente più rilevante del debito è tuttavia costituita sempre dai mutui contratti con la cassa depositi e prestiti. Conseguenza, questa, della difficoltà per i Comuni di media e piccola dimensione di utilizzare questa forma di indebitamento, a causa degli importi non elevati delle relative emissioni e della complessità delle sottostanti procedure. Una risposta a riguardo è ora contenuta nella finanziaria 2005 che ha disciplinato la possibilità di emissione unica in pool tra più Enti Locali con neutralità di effetti per il capofila.



Questi cambiamenti, da una parte, rispecchiano la riforma dell'Istituto principale erogatore di finanziamenti agli Enti Locali, la Cassa depositi e prestiti, ed il miglioramento delle condizioni di concessione ed erogazione dei mutui praticati dal sistema bancario, sia in termini di procedure che di costi delle operazioni; dall'altra, l'attivazione di nuovi canali di finanziamento (l'introduzione delle obbligazioni degli enti territoriali; la cartolarizzazione dei crediti alle operazioni di *leasing* finanziario; le operazioni di *Interest Rate Swap - IRS-* per la migliore gestione del debito già contratto<sup>7</sup>).

Tab. 1 LE EMISSIONI OBBLIGAZIONARIE DEGLI ENTI LOCALI

Anni	BOC		BOP	
	N.	Mln. Euro	N.	Mln. Euro
2000	96	521	8	35
2001	114	601	23	96
2002	132	696	23	335
2003	136	1455	31	470
2004	185	1852	44	955
2005	391	4354	58	1331
2006	217	428	39	514
2007(*)	59	173	14	82

Fonte: ANCI-CNC, vari anni.  
(\*) dati al 17/12/2007.

<sup>7</sup> Per una trattazione dettagliata su questi aspetti, si rimanda a Coppola e Formiggini (2005, 2006, 2007).

Tab. 2 MUTUI CONCESSI AGLI ENTI LOCALI PER INVESTIMENTI  
(flussi - anni 1996-2005)

Anni	Cassa Depositi e Prestiti (milioni di euro)		Altri istituti di credito		Totale
	Mutui concessi	% sul totale	Mutui concessi	% sul totale	Mutui concessi
1996	3305	80,55	798	19,45	4103
1997	3663	79,22	961	20,78	4624
1998	3865	75,24	1272	24,76	5137
1999	4265	71,83	1673	28,17	5938
2000	4633	73,28	1689	26,72	6322
2001	4464	78,99	1187	21,01	5651
2002	3883	79,86	979	20,14	4862
2003	5915	80,06	1473	19,94	7388
2004	5026	70,38	2115	29,62	7141
2005	4033	65,94	2083	34,06	6116

Fonte: ISAE *et al.* (2007) su dati RGS.

In questo quadro si collocano due dei principali fattori che hanno sollecitato il ricorso a strumenti della finanza innovativa da parte degli Enti Locali:

- 1) l'aumento della raccolta sul mercato obbligazionario;
- 2) la gestione attiva dello *stock* del debito esistente, basata su operazioni di ristrutturazione e allungamento delle scadenze.

Per ciò che attiene il primo punto, lo sviluppo di strumenti derivati si associa:

- a) all'introduzione delle obbligazioni tipo *bullet* (con rimborso del capitale a scadenza);
- b) alla gestione del rischio di tasso di interesse connesso alle emissioni obbligazionarie a tasso variabile (il cosiddetto *interest rate swap*)<sup>8</sup>.

Le emissioni obbligazionarie da parte degli Enti Locali hanno subito un importante impulso dall'introduzione dei titoli con rimborso a scadenza (*bullet*), allineati per caratteristiche con gli standard prevalenti sul mercato (Legge 488/2001; cfr. più avanti per dettagli). A fronte di ciò la normativa ha previsto l'obbligo di costituire un fondo ammortamento per distribuire in maniera uniforme fra gli esercizi l'onere del rimborso del prestito obbligazionario; in alternativa, gli Enti sono tenuti ad effettuare uno *swap* per trasformare l'emissione obbligazionaria in un titolo con ammortamento (*amortizing swap*). Sulla base di tale contratto, l'intermediario finanziario si impegna a pagare il capitale a scadenza dell'obbligazione e riceve dall'Ente le quote di ammortamento periodiche<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> L'Ente Locale può effettuare un contratto derivato con un intermediario finanziario in cui riceve tale tasso variabile e paga un tasso fisso. Tali contratti trasformano una passività a tasso variabile in una a tasso fisso e consentono all'Ente di annullare il rischio di tasso di interesse (cfr. Riquadro).

La diffusione delle emissioni obbligazionarie, prevalentemente a tasso variabile, ha inoltre favorito il ricorso a strumenti derivati per la copertura dei rischi di interesse: la tipologia maggiormente diffusa tra gli Enti Locali è proprio del tipo *Interese rate swap*.

Il secondo fattore dello sviluppo del ricorso a strumenti derivati è connesso, come già ricordato, alle operazioni di ristrutturazione di mutui o altri prestiti mediante le quali si ridefiniscono le condizioni finanziarie del debito. Il concetto di gestione attiva del debito (*Liability Management*) negli Enti Locali si afferma parallelamente alle modifiche sostanziali che hanno interessato le forme di indebitamento e il rischio connesso a tali operazioni<sup>10</sup>. La crisi di liquidità, avvertita specialmente dagli enti di piccola e media dimensione, è all'origine di un più sostenuto ricorso al debito e alla sua gestione attiva, favorita tra l'altro dalle recenti aperture normative introdotte in materia<sup>11</sup>. Un tale approccio, se correttamente applicato, consente all'amministrazione di non subire passivamente le oscillazioni del mercato relative ai tassi di interesse ma di sfruttarle a proprio vantaggio modificando, in base alle esigenze e alle aspettative sull'evoluzione del mercato, le proprie posizioni debitorie<sup>12</sup>. Di fatto, esiste una forte correlazione tra tassi di interesse e struttura del debito, soprattutto se le fonti di finanziamento presenti all'interno del bilancio risultano, per la maggior parte, ancorate ad un tasso di interesse variabile<sup>13</sup>.

La gestione attiva dell'indebitamento, così come una gestione integrata dell'attivo e del passivo (*asset liability management*) può essere realizzata tramite quell'insieme di operazioni che rientrano nel concetto di "ristrutturazione del debito". Tali operazioni possono riguardare la gestione del solo debito residuo, e, in questo caso, prendono il nome di strumenti di ristrutturazione tradizionali, oppure possono essere riferiti ed applicati anche al debito attuale o a

---

<sup>9</sup> Questo tipo di contratto derivato, infatti, configura nella sostanza una forma di investimento finanziario per cui l'Ente versa anticipatamente dei flussi finanziari che verranno poi restituiti dall'intermediario sotto forma di un unico flusso finale. Non presenta particolare profili critici, salvo il fatto che dovrebbe sempre incorporare un'adeguata remunerazione, parametrata ai tassi di interesse di mercato, per le quote di ammortamento versate anticipatamente dall'Ente (Consob, 2005).

<sup>10</sup> In effetti, fino a qualche anno fa la maggioranza dei mutui facenti capo agli Enti Locali era contratta con la Cassa Depositi e Prestiti e, per una quota minoritaria, con istituti di credito privato; tali mutui potevano assumere una sola forma, cioè quella del tasso fisso, o di un tasso massimo fissato da decreti ministeriali per quelli con gli Istituti bancari. Il tasso pressoché costante unito al fatto che lo Stato rimborsava la maggior parte dei mutui stessi rendeva immune l'ente da qualsiasi tipo di rischio, deresponsabilizzando di fatto le amministrazioni che non erano pertanto tenute alla "gestione" del proprio indebitamento. Per una trattazione dettagliata sull'evoluzione del ruolo e strategie della C.dd.pp. si rimanda a Salvemini (2004).

<sup>11</sup> Con la legge finanziaria per il 2002 è stata prevista la facoltà agli Enti Locali di convertire dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996 mediante collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o di rinegoziare i mutui al fine di ridurre l'onere del debito a carico degli Enti stessi. Tali possibilità hanno ampliato le opzioni a disposizione degli Enti Locali per ottenere condizioni di finanziamento più vantaggiose prima limitate alla sola estinzione anticipata di passività derivanti da mutui. E' questa la logica confermata dalla legge finanziaria per il 2005 e dalla successiva circolare esplicativa del ministero dell'Economia e delle Finanze del 28 giugno del 2008, che chiarisce che la disciplina della conversione/rinegoziazione dei mutui debba essere tale da allineare i costi a quelli di mercato senza creazione di nuovo debito ma volta alla riduzione dell'indebitamento.

quello da attivare nell'immediato futuro. Si parla, in tal caso, di strumenti innovativi (prodotti derivati, operazioni di cartolizzazione e di *project financing*).

Le operazioni sullo *stock* di debito esistente prevedono quindi:

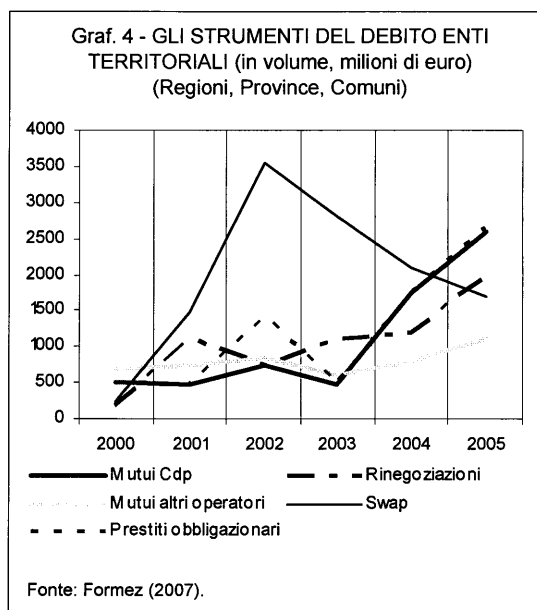
- la rinegoziazione o estinzione anticipata dei mutui<sup>14</sup> (attraverso l'allungamento delle scadenze di mutui e prestiti obbligazionari e/o la rimodulazione dei piani di ammortamento;
- il ricorso a strumenti finanziari derivati (o altri strumenti di finanza innovativa).

Le operazioni sul debito rappresentano un fenomeno di significativa entità e volume. L'indagine Formez (Formez, 2007) attesta per il periodo 2000-2005 un ricorso rilevante da parte delle amministrazioni territoriali agli *Interest rate swap* (in diminuzione dopo il 2003), che delinea una preferenza importante per gli strumenti di finanza derivata rispetto ad operazioni di ristrutturazione tradizionali (rinegoziazione dei mutui pregressi o estinzione mediante emissioni obbligazionarie) (cfr. Graf. 4).

### 3.3 GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI: REGOLE E DIMENSIONI

Le informazioni sulle operazioni in derivati da parte degli Enti Locali sono poche, frammentate e spesso disomogenee. Tali strumenti sono prevalentemente scambiati sui mercati OTC, il che crea una oggettiva difficoltà nella raccolta sistematica di dati precisi e adeguati a rappresentare il fenomeno in tutti i suoi molteplici aspetti.

In ragione del rilievo e complessità che tali strumenti stanno assumendo nel mercato nazionale, nel corso del 2004 la Commissione Finanze della Camera ha avviato, mediante un'indagine conoscitiva, una serie di approfondimenti sul tema<sup>15</sup>. Una tale iniziativa è apparsa prioritaria per far luce



<sup>12</sup> Gli obiettivi di finanza pubblica che tali operazioni consentono di raggiungere riguardano:

- il riequilibrio dello *stock* del debito, tra tasso fisso e tasso variabile;
- il recupero di risorse economiche e monetarie;
- il rendere i debiti produttivi di ricchezza.

<sup>13</sup> Si rimanda a Speca (2002) per una trattazione dettagliata in materia.

<sup>14</sup> Entrambi hanno una diversa disciplina a seconda che siano riferibili a mutui contratti con la Cddpp o a mutui contratti con istituti di credito ordinari.

sulla diffusione di un fenomeno che si innesta in una realtà, come quale quella italiana, caratterizzata da un incompiuto sviluppo dei mercati dei capitali e dalla relativa fragilità del sistema economico, al fine di evitare che un uso scorretto di tali strumenti concorra a minare ulteriormente la fiducia degli investitori nell'efficacia delle dinamiche di mercato.

Nelle pagine che seguono, dopo un'analisi della normativa di riferimento, si presenta una rassegna delle informazioni disponibili da cui è possibile desumere alcune indicazioni sulle caratteristiche delle operazioni in derivati effettuate da parte degli Enti Locali e i principali profili di criticità connessi.

### 3.3.1 La normativa di riferimento

Nel corso degli anni novanta si è delineato il quadro normativo delle finanze dell'Ente Locale che ha permesso alle amministrazioni pubbliche di rivolgersi al mercato dei capitali privati per reperire le risorse necessarie per il finanziamento degli investimenti. Le modifiche avvenute nello scenario macroeconomico (inizia una decisa flessione nei tassi di interesse), accanto all'avvio di una severa politica di risanamento dei conti pubblici, hanno indotto il Legislatore a inserire elementi di maggiore flessibilità nella politica di bilancio degli Enti Locali.

Il ricorso a contratti derivati con funzione di copertura dei rischi risale alla prima metà degli anni novanta. La Legge Finanziaria per il 1995 (Legge 23 dicembre 1994, n. 724) elimina in tema di accesso al credito da parte di Regioni, Province e Comuni, il monopolio della Cassa di Risparmio di Roma e presta il suo nome agli Enti territoriali la facoltà di accedere direttamente al mercato dei capitali anche mediante l'emissione di prestiti obbligazionari. Il Regolamento attuativo della Finanziaria (il Decreto del Ministero del Tesoro del 5 luglio 1996, n. 420) prevede per la prima volta il ricorso a strumenti derivati come copertura obbligatoria al rischio di cambio nel caso di emissioni obbligazionarie in valuta (mediante l'attivazione di un *currency swap*).

---

<sup>15</sup> L'indagine conoscitiva, della durata di 4 mesi, si è articolata in una serie di audizioni a cui hanno preso parte istituzioni, associazioni di categoria e esperti chiamati a riferire della caratteristica e della dimensione dell'esposizione in derivati da parte delle imprese e degli operatori pubblici. In particolare, hanno relazionato sul tema il Ministro dell'Economia e delle Finanze; la Banca d'Italia; la Consob; i Rappresentanti della Conferenza dei Presidenti delle Regioni, dell'ANCI e dell'UPI; l'Associazione bancaria italiana; i rappresentanti di alcuni tra i principali intermediari operanti nel settore del collocamento dei prodotti derivati; Confindustria; Confapi; Assogestioni; Esperti e studiosi della materia. Le problematiche sui cui i convocati sono stati chiamati a riferire hanno riguardato vari aspetti del fenomeno, in particolare:

- a) le dimensioni del mercato finanziario nazionale, sia dal punto di vista dei soggetti collocatori sia da quello degli acquirenti;
- b) le modalità di collocamento dei titoli, l'adeguatezza professionale e organizzativa dei soggetti che operano sul mercato di tali strumenti;
- c) il rispetto, da parte degli operatori medesimi, degli obblighi di correttezza e trasparenza in occasione del collocamento;
- d) il livello di informazione assicurata ai soggetti acquirenti, con particolare riferimento agli investitori non professionali, alle piccole e medie imprese ed agli enti pubblici;
- e) le tutele relativi agli eventuali conflitti di interesse sussistenti in capo ai soggetti collocatori, i temi relativi alle modalità di contabilizzazione degli strumenti nell'ambito dei bilanci;
- f) l'adeguatezza della disciplina legislativa e regolamentare in materia e gli eventuali correttivi auspicabili, l'incisività ed efficacia dell'attività svolta in merito dalle autorità di vigilanza.

### **Gli strumenti derivati. L'interest rate swap**

*Gli strumenti derivati sono attività finanziarie il cui valore "deriva" dall'andamento e dalla performance di un'attività sottostante (underlying asset), che può assumere natura finanziaria (tasso d'interesse, prezzo di uno strumento finanziario, prezzo di una merce, tasso di cambio in valuta estera, indice di prezzi o di tassi) o reale. Il risultato finanziario (pay off) dello strumento dipende, quindi, dalla relazione che lega il valore del derivato al sottostante e che può articolarsi secondo diversi gradi di complessità.*

*Le finalità per cui si utilizzano tali strumenti sono principalmente:*

- a) finalità di copertura o hedging, per minimizzare il rischio finanziario di un portafoglio;*
- b) finalità speculativa che consiste nell'assumere esposizioni al rischio per conseguire un profitto;*
- c) finalità di arbitraggio che consiste nel conseguire un profitto privo di rischio attraverso transazioni combinate sul derivato e sul sottostante tali da cogliere eventuali differenze di valorizzazione.*

*Esistono diverse tipologie di strumenti derivati e si può differenziare tra i prodotti "semplici", e quelli più complessi (detti "esotici"), spesso nati quale evoluzione e/o combinazione delle strutture meno articolate. Le forme più semplici sono:*

- future e forward: sono contratti a termine in cui le parti si impegnano a scambiarsi un determinato bene ad una data futura e ad un prezzo prefissato al momento della stipula del contratto. Oggetto dei contratti possono essere, ad esempio, merci (commodities), strumenti finanziari, indici di borsa o valuta;*
- options: sono contratti che attribuiscono all'acquirente, dietro il pagamento di un corrispettivo (premio), la facoltà di acquistare (call option) o di vendere (put option) una determinata attività sottostante ad una certa data (opzione europea) o entro la stessa data (opzione americana);*
- swap: sono contratti mediante i quali due parti si impegnano a scambiarsi, tra di loro, a date prestabilite, flussi di cassa secondo uno schema convenuto.*

*Un'ulteriore distinzione riguarda derivati negoziati su mercati regolamentati (future e alcune opzioni) e derivati negoziati su mercati non regolamentati (over the counter, OTC) tra cui rientrano swaps e opzioni. I primi sono di tipo standardizzato (con caratteristiche omogenee in termini di prezzo, ammontare unitario e termini contrattuali) poiché devono sottostare ad una serie di regole che normano i soggetti autorizzati ad operare, definiscono le competenze di controllo, la struttura dei contratti e le modalità di formazione dei prezzi. Nei mercati OTC, invece, i contratti sono definiti su base bilaterale e spesso personalizzati a seconda delle esigenze dei contraenti che ne stabiliscono caratteristiche e peculiarità (importo, scadenze, ecc.); per questa tipologia non esiste pertanto un mercato secondario.*

*Lo strumento maggiormente utilizzato nella gestione finanziaria degli Enti Locali è lo swap per coprire il rischio di tasso di interesse (Interest Rate Swap, IRS) che consiste in un contratto in cui due controparti si impegnano a scambiarsi, a date prefissate, flussi di interessi, calcolati su un capitale nozionale di riferimento per un periodo di tempo predefinito pari alla scadenza del contratto stesso.*

*Un IRS è caratterizzato dal fatto di essere:*

- un contratto non standardizzato;
- simmetrico: ovvero al guadagno di una parte corrisponde una perdita speculare per l'altra;
- è senza scambio di capitale: il capitale nozionale non viene trasferito tra le parti; esso viene utilizzato esclusivamente come ammontare di riferimento per il calcolo degli interessi.

*La tipologia di IRS più diffusa e più elementare è detta plain vanilla e ha per oggetto il pagamento di due contrapposti flussi di interesse di cui uno è fisso e l'altro è variabile, indicizzato a un parametro di mercato. Con questo strumento l'ente riesce ad attuare una conversione della propria struttura debitoria, spostandola da tasso fisso a variabile o viceversa. Uno swap plain vanilla presenta specifiche caratteristiche:*

- la scadenza dello swap è un numero intero di anni;
- uno dei due flussi di pagamenti è basato su un tasso di interesse fisso, mentre l'altro è indicizzato a un tasso di interesse variabile;
- il capitale nozionale resta costante per tutta la durata del contratto.

*L'acquirente dello swap generalmente è il soggetto che paga il tasso fisso e riceve il tasso variabile (altrimenti definito long swap position). Il tasso variabile è invece pagato dal venditore del prodotto a fronte di un tasso fisso ricevuto dall'acquirente (che assume così "una posizione corta", short swap position). Il flusso dei pagamenti di interessi a tasso fisso è detto "gamba fissa dello swap", mentre l'insieme dei pagamenti a tasso variabile è detto "gamba variabile dello swap". Gli elementi principali qualificanti uno swap plain vanilla che sono specificati nel contratto riguardano:*

- la data di stipulazione del contratto (trade date);
- il capitale nozionale;
- la data di inizio, ossia la data a partire dalla quale cominciano a maturare gli interessi (effective date);
- la data di scadenza del contratto (maturity date o termination date);
- le date in cui vengono scambiati i flussi di interessi (payment dates);
- il livello del tasso fisso;
- il tasso variabile di riferimento e la relativa data di rilevazione (c.d. fixing date).

*Il controvalore del flusso dei pagamenti a tasso variabile è il risultato del prodotto tra il capitale nozionale ed il tasso variabile fissato alla relativa fixing date e riferito alla frazione d'anno di pertinenza (floating rate day count fraction).*

*Il controvalore, invece, del flusso di pagamenti a tasso fisso risulta dal prodotto del capitale nozionale e del tasso fisso contrattualmente stabilito e riferito alla frazione d'anno di pertinenza (fixed rate day count fraction)*

*La valutazione di un contratto swap ad un dato istante  $t$  è data dalla differenza tra i valori attuali dei flussi di pagamenti – fisso e variabile – ancora dovuti in base alla previsione contrattuale, ove l'attualizzazione viene eseguita scontando entrambi i flussi di pagamenti con la*



stessa curva dei tassi spot. Si definisce tasso swap (c.d. swap rate) quel valore del tasso fisso che rende nullo il valore del contratto al momento della sua stipulazione. Esso viene determinato eguagliando il valore attuale della gamba fissa al valore attuale della gamba variabile. Se il tasso fisso del contratto coincide con lo swap rate si ha un 'at-the-money par swap'.

I contratti di interest rate swap possono prevedere un contenuto opzionale. Al momento della stipula di uno swap sul tasso, o anche successivamente, l'ente può infatti decidere di "contenere" il rischio prevedendo anche l'apposizione di un'opzione. In tali casi la determinazione dei flussi di cassa dipende da condizioni che si potranno verificare in momenti successivi alla stipula del contratto o da formule matematiche complesse. Ad esempio, nel caso dei contratti collar, una delle due controparti paga il tasso variabile solo se esso rimane entro un determinato "corridoio", definito da un tetto (c.d. cap) e da un valore minimo (c.d. floor).

Tale opzione ha un costo, detto "premio", pagabile o all'atto dell'acquisto o come maggiorazione dello spread e che varia in base all'andamento dei tassi.

Le opzioni da integrare all'IRS principale possono assumere le seguenti forme:

- a) opzione cap in base alla quale l'ente paga un premio a fronte del quale acquisisce il diritto di ricevere il differenziale fra l'Euribor e un predefinito livello di tasso (qualore l'Euribor risulti superiore a tale livello). Qualora l'Euribor sia inferiore al livello prestabilito, l'Istituto di credito non dovrà corrispondere alcuna somma all'ente; ne caso contrario, invece, l'Istituto è tenuto a versare all'ente un flusso di cassa aggiuntivo
- b) opzione collar è costituita dalla combinazione fra l'acquisto di un'opzione Cap e la contestuale vendita di un'opzione Floor. Questo strumento consente di contenere le oscillazioni dell'Euribor all'interno di un corridoio, delimitato in alto dal livello del Cap e, in basso, dal livello del Floor. Se l'Euribor risulta superiore al livello predeterminato di Cap, l'ente riceverà il differenziale dalla controparte. Qualore l'Euribor risulti inferiore al livello stabilito per il Floor, l'amministrazione dovrà versare il differenziale alla controparte. All'interno del corridoio l'ente è tenuto ad accettare l'Euribor definito sul mercato monetario. L'efficacia dello strumento dipende, quindi dalla definizione del corridoio di oscillazione del tasso. Inoltre, considerando che l'ente sostiene un costo per l'esercizio dell'opzione Cap e ottiene un ricavo per la vendita del Floor, il Collar ideale è quello cosiddetto "zero cost", dove i premi delle due opzioni si annullano a vicenda con un esborso iniziale nullo.

**La Legge finanziaria per il 2002**

Sono le regole introdotte a partire dalla Finanziaria per il 2002 (art. 41 della Legge 28 dicembre 2001, n. 448) a determinare una svolta decisiva, arricchendo gli strumenti di finanziamento possibili e prevedendo una più flessibile gestione delle passività. Per quel che attiene il primo aspetto, le Amministrazioni territoriali sono autorizzate a emettere obbligazioni o contrarre mutui e prestiti con rimborso del capitale a scadenza in un'unica soluzione (*bullet*)<sup>16</sup>. A fronte dell'emissione di questa tipologia di titoli è previsto l'obbligo dell'istituzione di un fondo di ammortamento reinvestibile o di un'operazione *swap* per trasformarlo in un titolo con ammortamento (*amortising swap*). Per quanto invece riguarda la gestione del debito, l'art. 41 ammette il ricorso da parte degli Enti territoriali a strumenti derivati diversi da quelli già consentiti per la copertura del rischio di cambio. La Legge Finanziaria per il 2002 demanda inoltre al Ministero dell'Economia il compito di coordinare l'accesso al mercato dei capitali da parte di Regioni ed Enti Locali e definire criteri chiari relativi all'utilizzo di strumenti derivati.

**Il Decreto Ministeriale n. 389/2003**

Nelle disposizioni del Regolamento applicativo dell'articolo 41 (Decreto Ministero Economia e Finanze n. 389 del 1 dicembre 2003) sono specificate in dettaglio le operazioni consentite che vengono poi ulteriormente chiarite nella Circolare esplicativa n. 27 del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 27 maggio 2004.

I principali vincoli all'operatività in derivati per gli Enti Locali (oltre alla conferma dell'obbligo di effettuare *swap* a copertura del rischio di cambio per le passività in valute diverse dall'euro) sono così sintetizzabili:

- l'utilizzo dei derivati è consentito solo in relazione alla gestione delle effettive passività, e quindi per finalità esclusivamente di copertura dei rischi (è dunque esclusa qualsiasi finalità speculativa)<sup>17</sup>;
- le operazioni a copertura del rischio di tasso di interesse possono essere solo di tipo cosiddetto *plain vanilla*, cioè effettuate secondo figure contrattuali standard esplicitamente individuate (*swap* di tasso di interesse, *forward rate agreement*, acquisto di "cap" e di "collar");
- l'*up front* non può essere superiore all'1% del capitale nozionale delle passività sottostanti;
- è consentito il ricorso a derivati per effettuare operazioni di ristrutturazione del debito solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella della sottostante passività<sup>18</sup>.
- è previsto che le operazioni in derivati vengano consentite solo con intermediari dotati di merito di credito adeguati (*rating*) (pari alla soglia dell'*investment grade*) e che non

---

<sup>16</sup> In precedenza il ricorso al mercato obbligazionario era consentito solamente attraverso il collocamento di titoli ad ammortamento rateizzato del capitale, fuori dallo standard prevalente di mercato.

<sup>17</sup> Ciò implica che l'ammontare nozionale del contratto derivato deve corrispondere al valore delle passività gestite.

## I derivati degli Enti Locali: origine, dimensione e criticità

Tab. 3 LE PRINCIPALI DISPOSIZIONI NORMATIVE IN MATERIA DI DERIVATI PER GLI ENTI TERRITORIALI

RIFERIMENTO NORMATIVO	DISPOSIZIONE
Legge 23 dicembre 1994, n. 724 (Legge Finanziaria per il 1995)	Termina monopolio della Cassa depositi e prestiti, è concesso agli Enti territoriali di ricorrere al mercato dei capitali anche mediante l'emissione di prestiti obbligazionari.
Decreto del Ministero del Tesoro n. 420 del 5/07/96, art. 2 (regolamento attuativo della legge finanziaria per il 2005)	E' prescritto l'obbligo di copertura del rischio di cambio connesso alle emissioni obbligazionarie in valuta, mediante l'attivazione di un <i>currency swap</i> .
Legge del 28 dicembre 2001 n. 488, (Legge Finanziaria per il 2002), art. 41	a) possibilità per gli Enti Locali di procedere all'estinzione anticipata delle passività contratte dopo il 31 dicembre 1996; b) è autorizzata la possibilità di contrarre mutui e prestiti con rimborso del capitale a scadenza in un'unica soluzione ( <i>bullet</i> ), con l'obbligo per gli enti di costruire un fondo di ammortamento reinvestibile o effettuare uno <i>swap</i> per trasformare il titolo <i>bullet</i> in un titolo con ammortamento ( <i>amortising swap</i> ); c) è eliminato l'obbligo dell'emissione alla pari.
Regolamento del Ministero dell'Economia e delle Finanze del dicembre 2003 (Decreto 389/03) attuativo dell'art. 41 della Legge Finanziaria per il 2002.	a) A copertura del rischio sul tasso di interesse sono consentite solamente operazioni <i>plain vanilla</i> ; b) è obbligatoria la copertura del rischio di cambio ( <i>currency swap</i> ) nelle operazioni in valuta estera; c) il ricorso a derivati è consentito solo in relazione alla gestione di una effettiva passività a copertura dei relativi rischi, e sono pertanto escluse le operazioni di carattere speculativo; d) sono consentite operazioni derivate volte alla ristrutturazione del debito, entro alcune specifiche condizioni e secondo requisiti ben definiti. In relazione a tali operazioni è vietato l'incasso di premi di liquidità ( <i>upfront</i> ) superiori all'1% della passività sottostante; e) gli intermediari devono essere dotati di un adeguato <i>rating</i> certificato dalle agenzie riconosciute a livello internazionale.
Circolare esplicativa del 27 maggio 2004 del Ministero dell'Economia e delle Finanze.	a) Le opzioni <i>cap</i> e <i>collar</i> dei contratti <i>swap</i> sono finalizzate esclusivamente alla copertura dei rischi di interesse; b) eventuali soglie agli IRS devono essere coerenti con i tassi vigenti sui mercati e con il costo originario delle passività; c) gli intermediari devono essere dotati di un <i>rating</i> adeguato; d) nel caso di importi superiori ai 100 milioni di euro la controparte non può detenere più del 25% delle operazioni del medesimo ente; e) è raccomandato agli enti di riferirsi al regolamento Consob 11522/98 e all'allegato documento "sui rischi degli investimenti in strumenti derivati".
Legge 27 dicembre 2006, n. 296 (Finanziaria per il 2007)	a) Obbligo di comunicazione preventiva dei contratti in strumenti derivati al Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze, che è tenuto verificarne la conformità alla normativa vigente; b) i contratti sottoscritti senza il preventivo invio al Dipartimento del Tesoro sono comunicati alla Corte dei Conti per l'adozione dei provvedimenti di competenza; c) comunicazione trimestrale al Ministero delle Economia e delle Finanze delle operazioni insieme ai dati relativi l'utilizzo netto del credito bancario a breve termine, ai mutui accesi presso soggetti esterni alla PA, alle emissioni obbligazionarie e alle cartolarizzazioni. d) Gli enti sono tenuti a conservare per almeno cinque anni, appositi elenchi aggiornati contenenti i dati di tutte le operazioni finanziarie e di indebitamento effettuate ai sensi della normativa sopra citata. L'organo di revisione dell'ente territoriale vigila sul corretto e tempestivo adempimento da parte degli enti stessi.
Legge 24 dicembre 2007, n. 244, art. 1, cc. 385-385 (Legge Finanziaria per il 2008).	a) Il Ministero dell'Economia è demandato ad emanare un decreto che dettagli il contenuto informativo che i contratti derivati devono indicare; b) assunzione di responsabilità da parte degli amministratori dell'ente che devono attestare di aver preso piena coscienza dei rischi e delle caratteristiche degli strumenti derivati sottoscritti; c) una nota allegata al bilancio deve indicare gli oneri e gli impegni connessi ai contratti. In particolare, tale nota deve indicare: - i flussi differenziali dal momento della stipula; - i flussi potenziali previsti; - il <i>mark to market</i> (trimestrale). - una relazione sull'andamento finanziario dell'operazione.

possono assumere la veste di controparte per oltre il 25% dell'importo delle operazioni derivate effettuate dal medesimo ente qualora l'importo superi i 100 milioni di euro.

Il regolamento attuativo viene tuttavia emesso con ritardo<sup>19</sup> creando un "vuoto normativo" che si è rivelato pericoloso per gli Enti Locali, complice anche una situazione difficile della finanza locale. Come si vedrà oltre, ciò ha consentito il ricorso a discutibili strategie finanziarie, aggravate da una congiuntura economica negativa.

#### **Le Leggi finanziarie per il 2007 e il 2008**

Le ultime due Leggi finanziarie hanno operato ulteriormente nella direzione di accrescere la trasparenza di tali operazioni e definire regole più rigorose in materia di utilizzo di derivati. La Legge finanziaria per il 2007 (Legge 27 dicembre 2006, n. 296) esplicita la finalità di riduzione del costo del debito come criterio fondamentale nella motivazione degli atti deliberativi delle operazioni da parte delle amministrazioni territoriali. Al fine di garantire un tempestivo controllo del rispetto dei vincoli all'operatività in derivati, la Finanziaria per il 2007 ha inoltre previsto l'obbligo di comunicazione preventiva dei contratti al Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze che è tenuto verificarne la conformità alla normativa vigente e, nel caso di violazioni, a informare la Corte dei Conti per gli interventi di sua competenza. Inoltre, è disposto l'obbligo di comunicazione trimestrale allo stesso Ministero delle operazioni effettuate e dei dati relativi all'utilizzo netto del credito bancario a breve termine, dei mutui accesi presso soggetti esterni alla Pubblica Amministrazione, delle emissioni obbligazionarie e delle cartolarizzazioni.

Il principio della massima trasparenza sulle operazioni in derivati effettuate da Enti Locali e Regioni è stato ribadito dalla Legge del 24 dicembre 2007, n. 244 (Legge Finanziaria per il 2008). A tal fine il Ministero dell'Economia è demandato a emanare un decreto che chiarisca e dettagli le modalità redazionali e il contenuto informativo che i contratti devono presentare per consentire una più agevole valutazione e lettura del documento sottoscritto da parte delle Amministrazioni. I derivati OTC, infatti, a differenza di quelli che vengono negoziati in borsa, sono strutturati a seconda delle esigenze specifiche delle controparti. Nelle indagini effettuate (Corte dei Conti, 2005; Consob, 2004, 2007; Banca d'Italia, 2005; Fornez, 2007) è emerso come proprio l'assenza di un modello contrattuale uniforme, che favorisca la corretta valutazione dei

---

<sup>18</sup> Come già esposto, questo tipo di operazioni sono necessarie qualora un ente emetta un'obbligazione cosiddetta *bullet*, poiché la legge impone all'ente di distribuire l'onere del rimborso del capitale su tutta la vita del prestito. Tali operazioni in derivati non devono quindi prevedere un flusso crescente di valori attuali, cioè un profilo di rimborso della passività in cui l'onere della restituzione del capitale (e eventualmente anche degli interessi) è concentrato verso la scadenza della passività. Inoltre, in relazione a tali operazioni, non è possibile per l'ente incassare o versare premi iniziali (cosiddetti *upfront*) per un importo superiore all'1% della passività sottostante (sempre al fine di evitare un'alterazione sostanziale della distribuzione nel tempo degli oneri per il servizio del debito).

<sup>19</sup> Si è trattato di un "parto" difficile a causa del ricorso di alcune Regioni che hanno dato luogo ad un contenzioso risolto con sentenza della Corte Costituzionale n. 376.

rischi da parte degli Enti Locali, costituisca un rilevante fattore di criticità di tali operazioni. La norma prevede inoltre la piena assunzione di responsabilità da parte degli amministratori dell'ente, che devono attestare di aver preso coscienza piena delle caratteristiche delle operazioni finanziarie intraprese e degli eventuali rischi connessi. La trasparenza informativa è inoltre favorita dalla disposizione che prevede l'obbligo di attestare espressamente, in una nota allegata al bilancio, gli oneri e gli impegni finanziari derivanti da tale attività.

Alla luce delle nuove disposizioni previste dalla Finanziaria per il 2008 è intervenuta nel febbraio di quest'anno la sezione di controllo della Lombardia della Corte dei Conti a disciplinare la rinegoziazione degli *swap* da parte di un Ente locale (Delibera n. 19/2008). Nel documento è stato espressamente indicato che le operazioni di "ristrutturazione" dello strumento derivato sono sottoposte agli stessi obblighi di controllo a cui sono soggetti i nuovi contratti. L'Ente locale deve, quindi, effettuare tutte le valutazioni di convenienza ed assumere le relative delibere autorizzative, nonché rendere la gestione corrente "coerente" con gli impegni finanziari assunti.

Il quadro normativo applicabile al collocamento di strumenti derivati – nell'ambito dei più generali servizi di investimento – è destinato, inoltre, a mutare significativamente per effetto dell'entrata in vigore della direttiva MiFID<sup>20</sup>. Questa, come noto, prevede una gradazione delle tutele a seconda della tipologia di clientela con cui l'intermediario si relaziona. Al fine di garantire scelte di investimento consapevoli, è previsto l'obbligo in capo alle imprese di investimento di fornire ai clienti informazioni adeguate. La suddivisione in classi di investitori (*retail*, investitori professionali e controparti qualificate) risponde all'esigenza di evidenziare il diverso livello di "sostanzialità finanziaria" a cui associare obblighi informativi differenziati. La nozione di "cliente professionale" è distinta in quella fra clienti professionali "di diritto" e dei clienti professionali "su richiesta". I clienti considerati professionali di diritto sono fondamentalmente gli intermediari finanziari, gli investitori istituzionali e le grandi imprese non finanziarie che superano almeno due di tre parametri dimensionali predefiniti a livello di bilancio civilistico. A tali clienti professionali privati "di diritto" si aggiungono quelli pubblici, che il Ministero dell'Economia e delle Finanze dovrà individuare con apposita disciplina, sentite la Consob e la Banca d'Italia.

La MiFID prevede, inoltre, che il livello di tutela sia graduato anche in relazione alla tipologia del servizio di investimento. L'intermediario è infatti tenuto ad effettuare una valutazione di "adeguatezza" per i servizi di consulenza e di gestione di portafogli, ossia una analisi accurata della compatibilità fra i servizi offerti o consigliati e le caratteristiche del cliente. Nei servizi di collocamento e negoziazione, invece, l'intermediario deve esclusivamente accertare che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi connessi all'operazione proposta (la cosiddetta "appropriatezza"), ma non è tenuto a valutare la coerenza

---

<sup>20</sup> La Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 Aprile 2004 (MiFID "Markets in Financial Instruments Directive"). La MiFID (2004/39/CE) e le relative misure di attuazione (Regolamento CE n. 1287/2006 e Direttiva n. 2006/73/CE) sono state recepite nell'ordinamento italiano con il Decreto legislativo 17 Settembre 2007, n. 164, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 234 dell'8 ottobre 2007.

delle caratteristiche degli strumenti o dei servizi offerti rispetto alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento del cliente. Come appena evidenziato, l'impatto della MiFID sul mercato dei derivati OTC relativamente alle imprese non finanziarie dipenderà essenzialmente dalla definizione della disciplina della classificazione della clientela. Per ciò che riguarda, invece, l'impatto sull'operatività degli Enti Locali, incideranno i criteri per classificazione come "clienti professionali" dei soggetti pubblici che saranno dettati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (Consob, 2007).

### **3.3.2 La dimensione quantitativa del fenomeno**

Il mercato degli strumenti derivati, in particolare quello OTC, è caratterizzato, a livello mondiale e non solo nazionale, da una oggettiva difficoltà per ciò che riguarda la raccolta sistematica e accurata di dati significativamente rappresentativi del fenomeno. Tale complessità deriva dall'assenza di standardizzazione dei prodotti OTC ma anche dall'articolazione delle operazioni che complicano o ostacolano la misurazione puntuale del fenomeno. Ciò può inoltre impedire di individuare con chiarezza le diverse finalità (speculative, di copertura o di arbitraggio) delle operazioni effettuate, o dar luogo, in sede di misurazione, a duplicazioni (per l'impossibilità di ricostruire le operazioni che si complicano in una serie di transazioni successive).

Nei paragrafi che seguono, la ricostruzione della dimensione e delle caratteristiche del fenomeno si fonda sulle indicazioni che emergono da alcune rilevazioni campionarie e, dal lato dell'offerta, dai principali intermediari finanziari nazionali coinvolti in tale mercato. Pur nella frammentarietà e parzialità delle informazioni, emerge un quadro indicativo dell'esposizione degli Enti che consente comunque di individuare alcuni elementi di criticità e rischiosità.

Come visto, la Finanziaria per il 2007 ha previsto il monitoraggio dei contratti derivati da parte dell'Osservatorio istituito presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze, a cui gli Enti Locali devono sottoporre a preventiva autorizzazione i contratti da siglare (oltre un certo ammontare). Da questa iniziativa ci si attende, quindi, una maggiore conoscenza quantitativa e qualitativa del fenomeno.

I dati forniti dal Dipartimento del Tesoro fotografano l'esposizione in derivati degli Enti territoriali al 31 dicembre 2007 (Tab. 4). Le stime riportate, che indicano un valore nozionale pari a oltre 35 miliardi di euro, risultano approssimate per eccesso in quanto si riferiscono al valore nominale iniziale dell'operazione e non tengono conto di eventuali ammortamenti previsti dai contratti. Analoga stima per eccesso riguarda i casi di mancata comunicazione circa le rinegoziazioni di posizioni di derivati già in essere (e calcolate come nuove operazioni) che sono così duplicate. La forte connotazione dimensionale nel rapporto intermediario cliente impone un'ulteriore cautela nella lettura delle informazioni: gli enti di maggiori dimensioni hanno infatti rapporto con più di un intermediario ad elevata specializzazione, spesso internazionale, mentre quelli di medie-piccole dimensioni hanno solitamente per questo tipo di attività un unico interlocutore, generalmente radicato sul territorio.

## I derivati degli Enti Locali: origine, dimensione e criticità

Tab. 4

I DERIVATI NEGLI ENTI TERRITORIALI  
(rilevazione al 31/12/2007)

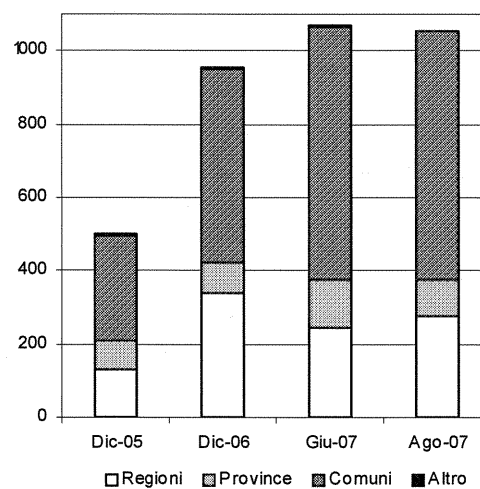
	Regione	Province	Comune capoluogo	Comune non capoluogo e Comunità montana e isolana (*)	Totali
Numero enti interessati	18	44	50	447	559
Percentuale di numero totale	3,2%	7,9%	8,9%	80%	100%
Nozionale complessivo (euro)	16.554.684.946	3.387.454.699	11.558.763.251	3.775.584.884	35.276.487.781
Percentuale sul nozionale totale	46,9%	9,6%	32,8%	10,7%	100%
Nozionale medio dei contratti per tipologia di ente (euro)	192.496.337	26.057.344	63.509.688	6.453.991	35.886.559

Fonte: Dipartimento del Tesoro, Ministero dell'Economia e delle Finanze.

La rilevazione puntuale del Dipartimento del Tesoro non consente, ad oggi, confronti con dati compatibili per una ricostruzione coerente dell'andamento temporale del fenomeno. Indicazioni in questo senso sono tuttavia desumibili da altre rilevazioni che unanimemente attestano il rapido sviluppo del ricorso a strumenti finanziari derivati da parte degli Enti territoriali.

La domanda, alimentata da diffuse attese di un aumento dei tassi di interesse e quindi dalla necessità di porre in essere operazioni di copertura, ha infatti dato luogo ad un intenso coinvolgimento nel mercato dei derivati OTC. Secondo i dati della Banca d'Italia, l'esposizione delle Banche italiane verso gli Enti territoriali è infatti quasi raddoppiata nel periodo compreso tra il dicembre 2005 e il dicembre 2006, passando da circa 500 milioni a oltre un miliardo di euro (Graf. 5). In questo contesto, i Comuni risultano le amministrazioni maggiormente coinvolte con una crescita sostenuta e significativa soprattutto negli ultimi anni (l'esposizione è quasi triplicata). Il dato, pur significativo di una tendenza, offre tuttavia un quadro parziale relativo ai soli intermediari nazionali e alle sole operazioni in perdita. Sono infatti esclusi i contratti conclusi con operatori esteri, a cui prevalentemente ricorrono gli enti di maggiori dimensioni, e sono contabilizzate solamente le operazioni che registrano un *mark to market*<sup>21</sup> negativo (Banca d'Italia, 2007)<sup>22</sup>.

Graf. 5 - ESPOSIZIONE DELLE BANCHE IN DERIVATI FINANZIARI VERSO LE AUTONOMIE TERRITORIALI (milioni di euro)



Fonte: Banca d'Italia (2007).

<sup>21</sup> Il valore di mercato alla data della rilevazione.

Nel corso del 2004 la Consob<sup>23</sup> ha avviato una indagine sull'operatività in derivati OTC svolta dai principali gruppi bancari italiani in contropartita con soggetti non finanziari, operatività che rappresenta circa il 7% dell'intero mercato dei derivati OTC<sup>24</sup>. Dall'analisi emerge un elevato coinvolgimento degli Enti pubblici (di cui una parte rilevante è costituita dagli Enti Locali), che rappresentano circa il 2% del numero totale di clienti non finanziari che hanno siglato contratti con i gruppi bancari italiani oggetto dell'indagine. L'operatività di questi ha riguardato esclusivamente derivati sui tassi di interesse e il controvalore nozionale delle posizioni detenute al 30 giugno 2004 è stimato pari a circa 12 miliardi di euro, con una quota rilevante di soggetti con posizioni di perdita (circa il 78%). Rispetto al settore delle imprese, si osserva una dimensione media dei contratti molto più elevata (circa 12 milioni di euro, contro i 2,6 milioni di euro) e una perdita media pure più consistente (questa è pari mediamente a 430 mila euro ad operazione, contro i 76 mila euro delle imprese).

Rilevazioni più recenti (Tab. 5) individuano a fine 2006 l'esposizione in derivati verso banche italiane di Regioni, Province e Comuni stimabile attorno ai 13 miliardi di euro di nozionale, pari a circa il 36% dell'indebitamento totale verso intermediari residenti, con un valore di mercato negativo di quasi un miliardo di euro (800 milioni di euro). Analogamente a quanto osservato per i dati Banca d'Italia, la rilevazione Consob sottostima la dimensione dell'esposizione poiché considera esclusivamente le posizioni in contropartita con banche nazionali. Mancano, invece, informazioni statistiche per quel che attiene l'esposizione verso banche estere.

A partire dal 2004 la Corte dei Conti ha avviato un progressivo monitoraggio dei contratti in strumenti finanziari derivati sottoscritti da un campione di Enti territoriali, riferendo al Parlamento sulla dimensione quantitativa del fenomeno e sulle criticità emerse a seconda delle diverse tipologie contrattuali considerate<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> La Centrale dei Rischi rileva mensilmente le esposizioni in derivati finanziari OTC delle banche operanti in Italia, ovvero il credito vantato nei confronti della clientela al netto di eventuali accordi contrattuali di compensazione (valore di mercato netto positivo per la banca). Sono censite solo posizioni che presentano un valore di mercato netto positivo per la banca. Non sono inclusi i contratti stipulati da filiali estere di banche italiane nei confronti di controparti non residenti nonché le esposizioni inferiori alla soglia di censimento, pari a 75 mila euro.

<sup>23</sup> Il confronto dei dati aggregati esaminati dalla Consob con quelli contenuti nell'indagine condotta dalla Banca d'Italia sullo stesso ambito consente di affermare che il campione utilizzato copre circa il 65% del totale delle posizioni in essere presso gli intermediari in contropartita con soggetti non finanziari. Si soggiunge inoltre che i derivati di credito non sono stati inclusi nella rilevazione di cui si discute; tuttavia si fa presente per opportuna informativa che, da una diversa specifica indagine condotta nel corso del primo semestre del 2004 sul tema del trasferimento del rischio di credito, era emersa un'operatività sostanzialmente riferibile ad investitori istituzionali (banche, assicurazioni ed imprese di investimento estere), con presenze marginali di altre categorie di soggetti.

<sup>24</sup> In particolare, l'operatività svolta dai 10 gruppi bancari esaminati avrebbe interessato circa 50.000 clienti non istituzionali (imprese non finanziarie, enti pubblici e clientela *retail*), cui sono riconducibili circa 78.000 contratti. Il controvalore nozionale complessivo delle posizioni in essere al 30 giugno 2004 è stimato pari a 146 miliardi di euro.

<sup>25</sup> I dati presentati dalla Corte dei Conti sono risultato di un'istruttoria su tutti i contratti di *swap* riferiti agli enti del campione.



## I derivati degli Enti Locali: origine, dimensione e criticità

Tab. 5 POSIZIONI IN STRUMENTI DERIVATI DEI SOGGETTI RESIDENTI

	Valore nozionale (miliardi di euro)	Valore di mercato (miliardi di euro)
Banche (dati 2006)	4,723	+0,9
(in % del totale attivo)	(222%)	
Enti Locali (dati 2006)	13*	-0,8*
(in % dell'indebitamento)	(36%)	(-2,3%)
Imprese non finanziarie		
Società quotate (dati 2005)	11	-1
(in % dei debiti finanziari)	(69%)	(0,9%)
Società non quotate (dati 2004)	121	-3,7
(in % dei debiti finanziari)	(22%)	(0,7%)

Fonte: Consob (2007).

\*Dati relativi alla sola esposizione verso banche italiane. Il dato del valore nozionale è parzialmente stimato

Le prime operazioni su derivati si registrano a partire dal 2000<sup>26</sup>, ma sono gli anni successivi che esibiscono una vera esplosione del fenomeno, a fronte di una normativa che, come visto, amplia la facoltà delle autonomie territoriali di ricorrere a tali strumenti; prevalgono, inoltre, gli *swap* sui tassi di interesse, mentre più limitato è il ricorso a derivati sui tassi di cambio. Se ne è riscontrata la presenza soprattutto in ambito regionale e nei Comuni di maggiore dimensione, in linea con un mercato obbligazionario che, specie nei programmi MTN (*medium term note*), predilige emissioni in valuta estera e/o tipologia *bullet*. L'evoluzione del fenomeno, con riferimento agli *swap* è sintetizzato nella tabella seguente (Tab. 6):

Tab. 6 RICORSO A SWAP DA PARTE DELLE AUTONOMIE LOCALI, ANNI 2000 E 2004 (milioni di euro)

	Regioni a statuto ordinario		Enti Locali	
	2000	2004	2000	2004
<i>Swap</i>	1.375	7.442	93,9	1.871
Debito complessivo	11.643	17.198	3.420	4.980
Incidenza <i>swap</i> sul debito (%)	11,8	43,3	2,7	37,6

Fonte: Corte dei Conti (2005).

Il dato aggregato per gli Enti territoriali rileva la maggiore operatività da parte di Comuni e Province del Sud-Isole, mentre restano rilevanti alcune operazioni dei singoli comuni del Nord e del Centro (Tab. 7). Per quel che attiene le Regioni, al Sud si riscontra una maggiore operatività (con l'eccezione della Sardegna) e al Centro (fatta eccezione per le Marche), mentre al Nord

<sup>26</sup> Per quel che riguarda gli Enti Locali ci si riferisce alle operazioni di cinque Comuni (Alessandria, Settimo Torinese, Castel Goffredo, Alasio e La Spezia) per un totale di 93,3 milioni di euro. Per quel che attiene alle Regioni l'ammontare delle operazioni è stato pari a 1.594 milioni di euro, e relativo a Liguria, Lazio, Abruzzo e Friuli Venezia Giulia (cfr. Corte dei Conti, 2005).

sino al 2003 si registrano i casi isolati di Lombardia, Liguria e Friuli Venezia Giulia. Rilevante la differenza tra i Comuni di grandi dimensioni e quelli di dimensioni medie: questi ultimi registrano, infatti, una percentuale del capitale *swappato* pari al 38,4 per cento del debito, superiore al dato medio complessivo e a quello medio dei cinque Comuni di più grandi dimensioni (Tab. 8).

Tab. 7 SWAP E UP FRONT (ENTI LOCALI DEL CAMPIONE) - ANNO 2003

Area territoriale	Debito complessivo (in euro)	Swap (% del debito)	Up front (% del debito)	Up front (% swap)
Piemonte	331.715.222,50	46,01	0,07	0,15
Lombardia	458.371.923,21	21,22	0,26	1,23
Veneto	286.171.192,51	17,13	0,16	0,91
Friuli Venezia Giulia	357.499.369,52	41,49	0,00	0,00
Liguria	173.803.197,25	46,86	0,00	0,00
Emilia Romagna	349.023.525,95	19,01	0,23	1,21
<b>NORD</b>	<b>1.956.584.430,94</b>	<b>30,41</b>	<b>0,14</b>	<b>0,42</b>
Toscana	742.289.308,12	30,89	0,02	0,07
Umbria	33.623.267,04	100,5	1,71	1,70
Marche	176.470.759,53	22,26	0,29	1,32
Lazio	177.307.230,68	99,73	1,11	1,11
<b>CENTRO</b>	<b>1.129.690.565,37</b>	<b>42,42</b>	<b>0,28</b>	<b>0,67</b>
Abruzzo	280.636.879,38	47,81	0,79	1,66
Molise	40.044.99,73	30,69	0,62	2,03
Campania	136.754.837,98	24,79	0,33	1,33
Puglia	253.410.884,65	68,66	2,06	2,99
Basilicata	42.219.276,64	50,95	0,71	1,39
Calabria	154.272.361,40	83,18	1,83	2,17
Sicilia	62.420.854,27	51,46	1,13	2,19
Sardegna	178.564.898,46	8,67	0,00	0,00
<b>SUD E ISOLE</b>	<b>1.108.279.992,78</b>	<b>48,1</b>	<b>1,04</b>	<b>1,16</b>
<b>TOTALE</b>	<b>4.194.554.989,09</b>	<b>38,41</b>	<b>0,42</b>	<b>1,10</b>

Fonte: Corte dei Conti (2005).

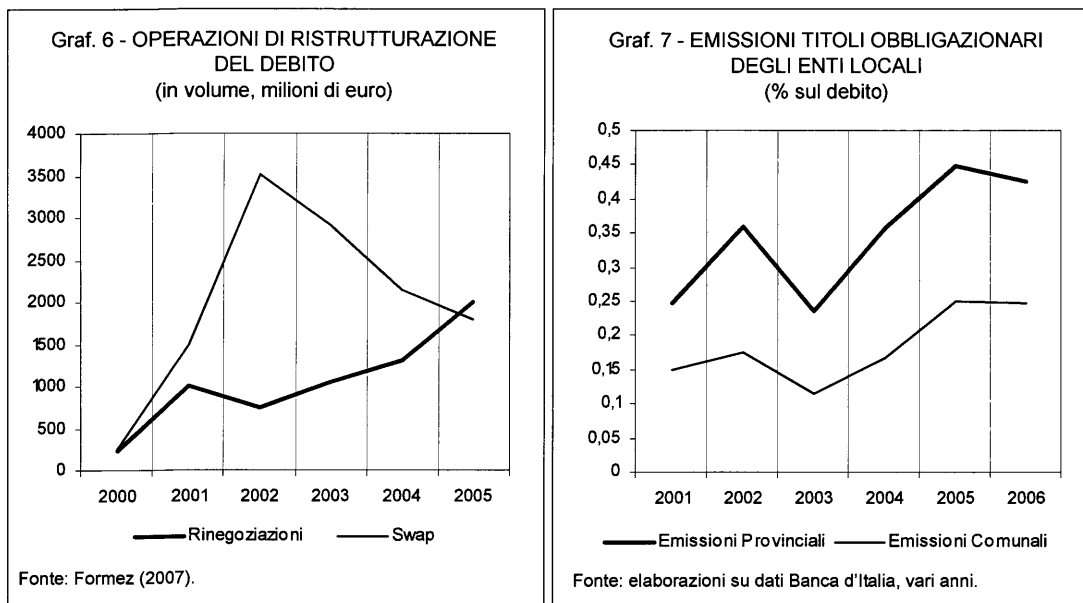
Tab. 8 INDEBITAMENTO COMUNI GRANDI DIMENSIONI SWAP E UPFRONT - ANNO 2003

Comuni	Debito complessivo (in euro)	Swap (% sul debito)	Up front (% swap)
Genova	1.382.542.366	41,95	0,23
Roma	6.422.930.492	38,63	0,00
Napoli	881.585.836	17,88	0,00
Catania	460.701.459	27,46	1,84
Latina	157.314.309	44,22	1,02
<b>TOTALE</b>	<b>9.305.074.462</b>	<b>36,70</b>	<b>0,23</b>

Fonte: Corte dei Conti, 2005.

La Corte dei Conti rileva che sono proprio gli enti di più piccole dimensioni ad aver privilegiato strumenti di finanza innovativa nelle operazioni di ristrutturazione del debito piuttosto che la rinegoziazione e la conversione dei mutui in essere. Queste risultano, infatti, maggiormente costose e le conversioni dei mutui in prestiti obbligazionari, dati gli importi modesti, risultano difficilmente rinegoziabili (Corte dei Conti, 2005). La riduzione dei trasferimenti a favore degli Enti Locali (e il blocco della fiscalità per vari anni), la minore flessibilità dei bilanci ha fatto sì che la situazione incidesse in modo più acuto sugli enti di più piccole dimensioni. Per questi si è significativamente ridotto il margine per finanziare il servizio del debito, con effetto sulla capacità di indebitamento e sul ricorso a canali di finanziamento alternativi.

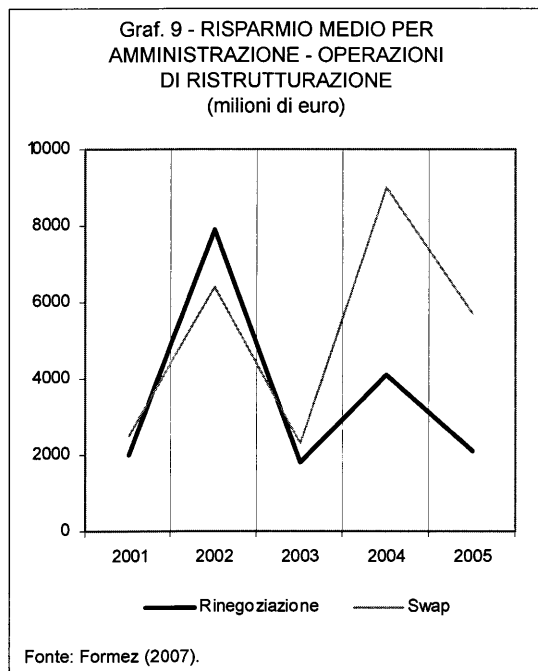
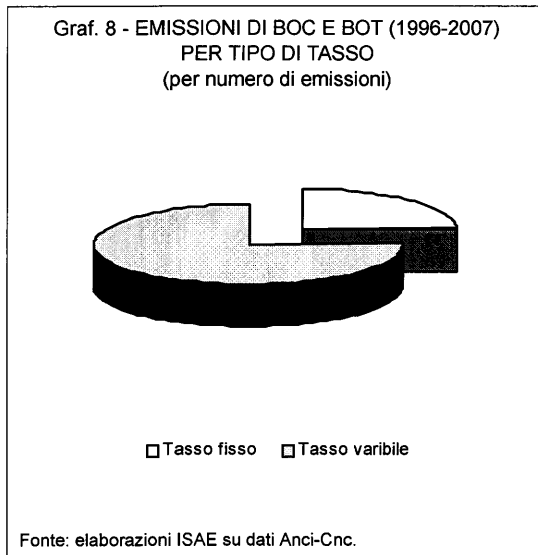
Una indicazione analoga emerge anche dall'indagine Formez-Miga<sup>27</sup>. Nelle operazioni di rimodulazione del debito le amministrazioni hanno mostrato una significativa capacità di diversificazione degli strumenti con un più deciso ricorso al mercato dei capitali e ai derivati, favorito dalla diminuzione dei tassi di interesse registrata nel periodo oggetto della rilevazione. Tale tendenza tende tuttavia a ridimensionarsi sensibilmente dopo il 2002, ossia a seguito della emanazione di una regolamentazione più stringente che norma nel dettaglio il tipo di operazioni in derivati consentite alle Amministrazioni Locali e impone maggiori criteri di trasparenza (Graf. 6).



Il ricorso ai derivati va tuttavia valutato in relazione al *trend* delle emissioni obbligazionarie (Graf. 7). Le operazioni in *swap* sono state utilizzate, infatti, non solo ai fini di ristrutturazione del

<sup>27</sup> Tra il 2005 ed il 2006 è stata condotta una rilevazione sull'utilizzo di strumenti di finanza innovativa da parte degli Enti locali nel periodo 2000-2005 (Formez, 2007). Il campione comprende i Comuni di medie dimensioni (ne sono stati esclusi quelli di più piccole dimensioni). Il campione, è composto da Province per il 58%, e da Comuni per il 38%, il 60% dei quali è localizzato al Nord e la restante quota divisa tra Sud e Centro.

debito pregresso ma soprattutto a copertura dei rischi di interesse sulle emissioni di titoli (IRS). Il ricorso a derivati consente, infatti, di trasformare in lineare l'ammortamento delle emissioni *bullet* e assicurare una garanzia ai tassi variabili (Graf. 8).



Il Formez stima che le risorse liberate dalle operazioni di ristrutturazione sono rilevanti. Nella seconda parte del periodo considerato, sono soprattutto le operazioni in *swap* a fornire i maggiori risparmi alle amministrazioni (Graf. 9). Tali stime valutano tuttavia il solo effetto immediato dell'operazione in derivati (su mutui e prestiti obbligazionari con una vita media di oltre venti anni), e gli effetti positivi sul bilancio connessi principalmente alla previsione di premi di liquidità (*up front*).

Un aspetto peculiare degli IRS sottoscritti riguarda, infatti, la corresponsione immediata, a beneficio dell'amministrazione locale, di un *up front* che la normativa successiva al 2003 ha concorso a ridurre in quanto corrispondente ad una provvista aggiuntiva di liquidità. Tale caratteristica ha destato non poche perplessità da parte della Corte dei Conti, in particolare per quei casi in cui il premio supera i limiti imposti dalla normativa. La Corte dei Conti rileva infatti che fino al 2003 oltre un terzo degli Enti Locali del campione prevede l'erogazione di un premio con importi rilevanti e allocazione in bilancio fra le entrate correnti (cfr. Tab. 9). Tuttavia, a seguito dei limiti posti dalla normativa si registra negli anni più recenti una sensibile riduzione dell'*up front* (il Formez stima un *up front* medio nel 2005 dello 0,5; Formez (2007).

### 3.3.2 La dimensione qualitativa: le caratteristiche dei contratti

Dai dati esposti emerge con chiarezza il ruolo crescente che negli ultimi anni il ricorso a strumenti derivati sta rivestendo nelle strategie finanziarie e nella gestione del debito degli Enti

## I derivati degli Enti Locali: origine, dimensione e criticità

Tab. 9 RILEVAZIONI SULL'ESPOSIZIONE IN DERIVATI DEGLI ENTI LOCALI

Autore	Anno di riferimento	Composizione del campione	Modalità rilevazione	Note
Dipartimento del Tesoro, Direzione seconda.	Riepilogo situazione al 31/12/2007.	559 Enti di cui: - 18 Regioni - 44 Province - 50 Comuni capoluogo - 447 Comuni non capoluogo più Comunità montane e isolate	La Finanziaria per il 2007 ha previsto l'obbligo da parte degli Enti Locali di trasmettere al Dipartimento del Tesoro tutta la documentazione relativa alle operazioni in derivati.	Le informazioni puntuali fornite non consentono, ad oggi, la ricostruzione coerente dell'evoluzione temporale del fenomeno.
Corte dei Conti.	Rilevazione 2000-2003. Ulteriore rilevazione nel 2004.	Il campione riguarda Enti con popolazione compresa fra gli 8.000 e i 99.999 abitanti, in particolare: - 138 comuni; - 11 province, selezionati in base a specifici indicatori.	Sono stati acquisiti in copia tutti i contratti derivati stipulati dagli Enti sino all'anno 2003; si è trattato di oltre 100 contratti <i>interest rate swap</i> unitamente alle relative deliberazioni autorizzative.	L'indagine è stata estesa al 2004, ampliando la platea di riferimento alle Regioni a statuto ordinario, due Regioni a statuto speciale (Sicilia e Friuli Venezia Giulia) e un campione di comuni di media e grande dimensione (Roma, Genova, Napoli, Catania, Latina). Si tratta di 42 nuovi contratti, 23 dei quali costituiscono rinegoziazioni di operazioni precedenti, tramite la rimodulazione delle reciproche obbligazioni.
Formez-Miga.	Rilevazione 2000-2005.	All'indagine hanno aderito 78 amministrazioni. Il campione è composto per il 58% da Province; per il 38% da Comuni (con popolazione superiore a 30 mila abitanti) e Regioni. Il 60% si trova al Nord, la restante quota è suddivisa tra Sud e Centro.	Somministrazione di apposito questionario redatto da un gruppo di lavoro esteso a un <i>pool</i> di esperti, inviato a tutte le Regioni e Province autonome, a tutte le Province, ai Comuni capoluogo e ai Comuni con popolazione superiore ai 30 mila abitanti. La compilazione del questionario è avvenuta <i>on-line</i> .	
Consob.	Rilevazione 2004. Aggiornamento nel 2006.	Il campione utilizzato copre circa il 65% del totale delle posizioni in essere presso gli intermediari in contropartita con soggetti non finanziari. Indagine sull'operatività in derivati OTC svolta dagli intermediari in contropartita con soggetti non finanziari.	L'indagine ha riguardato i primi 10 gruppi bancari italiani attraverso specifiche richieste di informazioni di natura qualitativa e quantitativa.	All'interno della categoria Enti pubblici, la parte preponderante è rappresentata dagli Enti Locali (Regioni, Province, Città Metropolitane, Comuni e Unioni di Comuni, Comunità montane e isolate e i Consorzi fra enti territoriali).

Locali. Pur nella frammentarietà delle informazioni disponibili, raccordando le indicazioni desunte dalle diverse rilevazioni, è possibile individuare alcuni elementi di criticità insiti nei contratti sottoscritti dalle Amministrazioni che necessitano di essere adeguatamente considerati poiché hanno concorso ad alterare nel tempo gli effetti finanziari previsti e, in alcuni casi, ad accrescere il margine di rischio del ricorso alla finanza innovativa.

Prima del 2004, ossia prima dell'emanazione del Regolamento 389/04 del Ministero dell'Economia e delle Finanze, alle operazioni finanziarie degli Enti Locali "è mancata una linea di vincolo prudenziale a garanzia della sostenibilità del debito e del rispetto degli equilibri di bilancio" (Corte dei Conti, 2005). Solo successivamente al 2003 la normativa di riferimento ha iniziato a sanare le criticità emerse, definendo vincoli più stringenti e imponendo una maggiore trasparenza e responsabilità degli amministratori nelle operazioni in derivati. Nell'analizzare le criticità rinvenute, quindi, si terrà conto delle nuove regole in materia che dovrebbero, in futuro, arginare un utilizzo distorto di tale strumenti.

Tali criticità possono ricondursi principalmente alla complessità dei contratti sottoscritti dalle amministrazioni da cui sono derivate:

- a) difficoltà di valutazione degli effetti degli strumenti e, conseguentemente,
- b) distorsione degli equilibri finanziari.

#### **La complessità degli strumenti**

Lo strumento derivato maggiormente diffuso è del tipo IRS, stipulato per gestire il rischio di tasso di interesse connesso alle emissioni in titoli a tasso variabile. Nella prassi contrattuale, però, si individuano clausole molto complesse che rendono la valutazione delle operazioni in derivati estremamente complicata, specie per gli Enti che non dispongono di competenze adeguate a valutare correttamente le caratteristiche e il profilo temporale degli effetti degli strumenti finanziari più sofisticati. Come emerge dall'indagine della Corte dei Conti, la complessità degli strumenti implica rischi rilevanti per l'Ente che li sottoscrive. In molti casi, infatti, i vantaggi dell'accensione di uno *swap* risultano immediati, mentre l'operazione complessiva può essere valutata definitivamente solo alla conclusione di tutte le regolazioni. Può risultare pertanto arduo stimare in modo corretto ed esaustivo l'evoluzione temporale degli effetti di tali strumenti.

Ad esempio, alla forma dello *swap* di base *plain vanilla* si sono spesso sommate una serie di clausole contrattuali che hanno ridotto la trasparenza dell'operazione. Ciò è avvenuto soprattutto nelle rinegoziazioni dei vecchi contratti derivati che hanno coinvolto principalmente gli enti di minori dimensioni. Tali operazioni, infatti, hanno comportato, in genere, un aumento della complessità degli strumenti, spesso con opzioni complesse, i cui effetti futuri sono difficilmente quantificabili, se non da competenze altamente qualificate. In particolare, difficoltà di valutazione hanno riguardato:

- a) l'utilizzo di strumenti derivati per gestire il rischio di tasso di interesse connesso alle emissioni obbligazionarie che prevedono un corridoio *cap floor* (un tetto ed un valore minimo) il quale implica, se il tasso variabile supera il tetto prefissato, un onere a carico dell'Ente.
- b) in alcuni casi la variabilità nel tempo del *cap*, che risulta generalmente molto elevato nei primi anni (garantendo così un'effettiva copertura) ma più basso negli anni successivi con conseguente elevato rischio di esposizione dell'Ente.

Da quanto esposto, segue una forte variabilità nel tempo della capacità di copertura dal rischio di tasso da cui sorgono notevoli elementi di difficoltà di valutazione e di *pricing* degli strumenti che richiederebbero sofisticate conoscenze finanziarie, spesso carenti nelle Amministrazioni Locali.

Inoltre, le operazioni di rinegoziazione dei contratti derivati connessi a vecchie passività hanno presentato condizioni molto sfavorevoli già in partenza per l'Ente (nel 2004 la Consob stimava che oltre il 70% dei contratti risultava in perdita). Risultano infatti molto diffusi i contratti *swap non par* che prevedevano, sin dal momento della stipula, un valore di mercato negativo per le imprese o per gli Enti locali.

A riguardo, nel febbraio di quest'anno la Sezione di controllo della Lombardia della Corte dei Conti è intervenuta a disciplinare gli interventi di rinegoziazione degli *swap* (Delibera n. 19/2008). Nel documento è stato espressamente indicato che le operazioni di "ristrutturazione" dello strumento finanziario sono sottoposte agli stessi obblighi di controllo a cui sono soggetti i nuovi contratti. L'Ente locale è pertanto tenuto ad effettuare tutte le valutazioni di convenienza ed assumere le relative delibere autorizzative, nonché rendere la gestione corrente "coerente" con gli impegni finanziari assunti.

#### ***La distorsione degli equilibri finanziari***

Un effetto, connesso alla complessità dello strumento derivato, consiste nell'alterazione degli equilibri finanziari dell'Ente. Possono, come visto, modificarsi nel tempo gli oneri derivanti alle operazioni effettuate. Una tale evenienza è tanto più probabile quanto più articolate risultano le caratteristiche dell'operazione e quanto meno si dispone di competenze e professionalità adeguate per una corretta valutazione della stessa e di tutti i possibili effetti sui profili finanziari futuri. Tali considerazioni valgono anche in relazione ad un altro elemento problematico e che attiene l'allocatione in bilancio dei flussi derivanti dal contratto. Questo aspetto rileva soprattutto nel caso, molto diffuso, che lo strumento sottoscritto presenti un premio di liquidità che l'amministrazione incassa immediatamente dall'intermediario alla stipula del contratto derivato (*up front*), a fronte però di oneri futuri che presentano condizioni spesso più svantaggiose e penalizzanti per le amministrazioni. Da questo discendono due conseguenze che possono generare rilevanti criticità:

- una iniezione aggiuntiva di liquidità;

- un'incoerenza intertemporale nel profilo dei pagamenti che rischia di scaricare sugli esercizi futuri gli oneri connessi all'operazione.

Per quel che attiene il primo aspetto, la previsione di un premio di liquidità ha generato una sorta di "effetto finanziamento" da cui potrà derivare un'alterazione dei futuri equilibri finanziari. Queste somme, infatti, sono state prevalentemente contabilizzate tra le entrate correnti del bilancio di previsione e hanno concorso ad espandere le spese correnti senza alcuna garanzia della loro successiva sostenibilità (a fronte, ad esempio, di futuri differenziali negativi generati dall'utilizzo degli strumenti derivati). Pertanto, al pari di altre forme di ristrutturazione del debito legato agli investimenti (rinegoziazione mutui), sarebbe conveniente escludere l'utilizzo delle risorse liberate per incrementare la spesa corrente, per evitare effetti di finanziamento perversi che nel medio-lungo periodo potrebbero comportare una maggiore spesa corrente consolidata. Sarebbe invece più opportuno destinare il differenziale positivo per sopperire alla carenza di entrate previste in bilancio di previsione, e non verificatesi, o per contrarre altre entrate senza incidere sulla spesa corrente nel pieno rispetto della salvaguardia degli equilibri di bilancio attuali e futuri.

E' chiaro, inoltre, che questo effetto di finanziamento comporta una "deviazione" dalle finalità che la normativa prevede per le operazioni in derivati e che sono da ricondursi esclusivamente ad interventi per finanziare gli investimenti, analogamente al ricorso al mercato del capitale. Il Decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267 (articolo 202) ammette, infatti, la possibilità di indebitarsi solo per la realizzazione degli investimenti, intesi nell'accezione più ristretta rispetto alla nozione di spese in conto capitale.

Infine, se lo strumento derivato esiste solo se collegato ad altro strumento principale, nelle operazioni di finanza "derivata" non si dovrebbe perdere di vista la natura ed il fine dello strumento principale, mentre non è corretto utilizzare uno strumento finanziario derivato per eludere un limite normativo previsto per lo strumento principale.

Il rischio di incoerenza temporale dei pagamenti è anch'esso connesso alla complessità degli strumenti e alle rinegoziazioni: spostare in avanti il profilo degli oneri delle operazioni crea evidentemente uno "scollamento" tra l'amministrazione che le promuove e quella che dovrà gestire e sostenerne il carico con un forte rischio di deresponsabilizzazione dell'azione dell'amministratore. Tuttavia, ancora, i recenti interventi normativi muovono nella direzione di sanare queste inefficienze. Come visto, la Legge Finanziaria per il 2007 ha previsto l'obbligo di attestare espressamente, in una nota allegata al bilancio, gli oneri e gli impegni finanziari derivanti dalle operazioni in derivati in modo che l'ente espressamente dichiari di aver preso in considerazione i rischi eventuali connessi allo strumento proposto.



### **L'esperienza inglese e il caso *Hazell vs Hammersmith and Fulham London Borough Council***

*Sulla fine degli anni ottanta le municipalità inglesi iniziarono a fare un largo utilizzo di contratti swap per operazioni di copertura dei tassi di interesse. Il tema del rischio connesso a tali interventi venne portato drammaticamente all'attenzione degli operatori dalla sentenza resa dalla più alta Corte del Regno Unito, la House of Lords, nel corso della causa *Hazell v. Hammersmith and Fulham London Borough Council*. Le municipalità londinesi di Hammersmith e Fulham infatti, a fronte delle difficoltà che incontrarono nell'onorare gli oneri derivanti dall'accensione di contratti derivati swap, chiesero alla magistratura di dichiarare la nullità di alcuni bilanci.*

*Nel 1992, la House of Lords, confermando la prima sentenza della Divisional Court e riformando quella della Court of Appeal, definì "void and unenforceable" gli swap conclusi da un ente locale (e stabilendo che si trattava di operazioni "ultra vires"). Nelle motivazioni della sentenza, la Corte sostenne che la speculazione finanziaria costituisce un'attività che esula dagli scopi di un'autorità locale, come sancito dalla Costituzione inglese e, in particolare, dal Local Government Act 1972. Inoltre, la Corte ritenne che l'intento speculativo insito nelle operazioni swap fosse assimilabile a una scommessa e come tale priva di tutela. Prima della decisione della House of Lords, il tema della capacità degli enti locali di concludere validamente contratti derivati era già stato discusso in dottrina ed era attestata la tesi che ammetteva l'uso di derivati da parte di tali enti, quali strumenti di gestione del rischio.*

*In seguito alla sentenza di nullità, diverse banche intentarono cause per riottenere, dalle autorità locali con cui avevano siglati contratti in derivati, il denaro prestato con gli interessi maturati. Le cause che raggiunsero la Commercial Court possono distinguersi in due tipi: quelle relative all'interruzione di contratti swap, e quelle relative a contratti swap già conclusi. Le più note sono la *Westdeutsche Landesbank Girozentrale vs Islington Borough Council* (1994) e la *Kleinwort Benson Ltd. vs Sandwell Borough Council* (1994).*

*Il verdetto che seguì, stabilì che le banche erano autorizzate a ricevere dalle municipalità la restituzione delle somme ricevute (ad esempio la differenza tra il premio di liquidità pagato dalla banca all'autorità locale e il totale degli interessi pagati alla banca), argomentando sulla base dell'errore di diritto e la House of Lords, ribaltando un principio secolare nel diritto inglese, dichiarò che l'errore di diritto legittimava la restituzione di ciò che indebitamente era stato percepito dalla controparte.*

*Nel 2003 il Governo inglese ha infine stabilito nel Local Government Act che:*

*"Un autorità locale può prendere a prestito del denaro:*

- a) per ogni finalità rilevante che rientri nelle sue funzioni o*
- b) per finalità che si connettono ad una gestione prudente del suo bilancio".*

### 3.4 CONCLUSIONI

L'esposizione in derivati da parte degli Enti Territoriali ha, negli ultimi anni, sollevato una notevole attenzione. Come illustrato, le informazioni sul fenomeno sono ancora molto frammentate e parziali. Le recenti innovazioni normative, prima tra tutte il ruolo di monitoraggio sulle operazioni assegnato al Dipartimento del Tesoro, si muovono certamente nella direzione di favorire una maggiore chiarezza informativa. Oltre a ciò, l'evoluzione del contesto regolamentare evidenzia come, nel tempo, si sia progressivamente tentato di sanare gli ulteriori aspetti critici e problematici emersi nel ricorso a tali strumenti: l'individuazione dettagliata della tipologia di *swap* consentita; il limite all'*up front*, ecc. Come sottolineato dalla Corte dei Conti, è quindi possibile individuare una sorta di "spartiacque" nel Regolamento del 2003, a seguito del quale inizia a regolarsi in dettaglio e in modo prudenziale l'operatività in derivati degli Enti locali. Questi interventi dovrebbero pertanto arginare parte delle problematiche e criticità emerse prima del 2003. Sono tuttavia possibili alcune riflessioni che attengono sia alle caratteristiche e alla tipologia delle operazioni effettuate, sia alle implicazioni dell'operatività stessa in derivati da parte degli Enti territoriali.

Da quanto discusso nel capitolo è emerso come il ricorso ad operazioni finanziarie complesse abbia causato una sorta di sbilanciamento della funzione obiettivo degli amministratori locali verso il breve periodo. Come visto, le Amministrazioni hanno sottoscritto contratti finanziari che hanno permesso di ottenere liquidità immediata (*upfront*), o di spostare in avanti le scadenze debitorie, o comunque di rimodulare i flussi finanziari debitori alleggerendo le uscite immediate. Operazioni che abbiano queste caratteristiche facilmente sono sottoscritte dalle amministrazioni locali che, però, nel valutarli tendono a trascurare gli effetti di medio-lungo periodo. Questa sorta di miopia, oltre che dall'attenzione focalizzata solo sull'immediato, deriva anche dalle difficoltà tecniche di percepire le effettive conseguenze del contratto stipulando al di là dell'immediato (servono competenze elevatissime e specifiche di cui spesso la P.A. non dispone).

Sono inoltre diversi i rischi di una gestione finanziaria degli Enti Locali che ecceda nella leva dei derivati e dei contratti finanziari complessi con le Banche. Ne potrebbe scaturire una via di creazione di debito pubblico non pienamente compresa nella portata e nel rischio. In particolare, tali contratti contengono, nella maggior parte, clausole che fanno riferimento a tassi e indici finanziari completamente estranei all'area operativa dell'Ente Locale (piazza di NY, di Londra, Hong Kong, ecc.), con ciò esponendo il bilancio dell'amministrazione ad alea non necessaria e scollegata da qualunque esigenza di copertura assicurativa a favore dello stesso Ente. Una volta sottoscritto il contratto, è inoltre elevato il rischio che, negli anni successivi, l'Ente possa veder scattare clausole avverse che lo costringano ad entrare in una sequenza di ricontrattazioni e aggiustamenti con controparte le Banche. Ne potrebbe scaturire il consolidarsi di legami debitori degli Enti Locali verso le Banche e il sistema finanziario, destinati a durare per tempi lunghi e a incidere inevitabilmente (e indebitamente) sulla sfera dell'autonomia politica. Le Istituzioni

finanziarie, in altri termini, si troverebbero in posizioni di azionisti impliciti degli Enti Locali, *de facto* con potere di influenzarne le scelte (di fronte ai gruppi bancari, soprattutto i piccoli Comuni hanno peso contrattuale minimo).

Bisognerebbe interrogarsi, infine, se il mandato elettorale, che i cittadini danno a politici e amministratori, contenga una delega ad utilizzare strumenti così complessi e opachi, con valutazioni soggettive legate alla propensione al rischio, e che possono portare ad una così evidente divaricazione tra favori di cassa immediati e condizioni di dissesto future.

**RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

- ABI (2007), *Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati*, Audizione del Presidente dell'ABI Avv. Corrado Fissola presso la Camera dei Deputati, VI Commissione Finanze, novembre.
- Banca d'Italia (2007), *Le problematiche relative agli strumenti finanziari derivati*, Audizione informale del Direttore Generale della Banca d'Italia Fabrizio Saccomanni presso la Camera dei Deputati, VI Commissione Finanze, 6 novembre.
- Boccia F. (2000), *La finanza innovativa, Boc, Bop, Bor, swap e mutui: costi e opportunità per non sbagliare investimento*, Ed. Il Sole 24 Ore Libri, Milano.
- Commissione di studio Enti Locali (2007), *I derivati finanziari. Riflessi sul patto di stabilità 2007-2009 e ruolo dei revisori dei conti*.
- Consob (2007), *Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati - Intervento del Direttore Generale della Consob dott. Massimo Tezzon*, Audizione presso la Camera dei Deputati, VI Commissione Finanze, 30 ottobre.
- Consob (2005), *Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati - Intervento del dott. Antonio Rosati*, presso la Camera dei Deputati, VI Commissione Finanze, 12 gennaio.
- Coppola F.S. e A. Panaro (2007), "Il finanziamento degli investimenti degli enti locali: gli strumenti e il loro utilizzo", in ISAE, IRES Piemonte, IRPET, Srm e IReR (a cura di), *La finanza locale in Italia. Rapporto 2007*, Franco Angeli, Milano.
- Corte dei Conti (2005), *Audizione sull'Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati*, presso la Camera dei Deputati, VI Commissione Finanze, marzo.
- De Biasi P. (2000), "Strumenti ben temperati Alcuni profili giuridici e regolamentari dell'operatività in derivati OTC", *Documento della Scuola di specializzazione in discipline bancarie*, Università di Siena.
- De Cecco M., Toniolo G. (2000) (a cura di), *Storia della Cassa Depositi e Prestiti*, Editori Laterza, Bari.
- Dexia-Crediop, Firullo F. (a cura di) (2003), "Le emissioni obbligazionarie degli enti territoriali italiani (1996-2002)", in *Pubblic Finance*, n.1 settembre.
- Formez (2007), *La finanza innovativa negli Enti Locali. Un'indagine degli strumenti derivati*.
- ISAE et al.(vari anni), *La finanza locale in Italia, Rapporto*, Franco Angeli, Milano.
- Salvemini M. T. (2002), *Il credito agli Enti locali in Italia e in Europa*, Bancaria Editrice, Roma.
- Salvemini M. T. (1998), "Il finanziamento degli investimenti degli Enti Locali", *Quaderno monografico della Cassa Depositi e Prestiti*, n. 1.
- Specia M. (2002), "Gli interest rate swap negli enti locali: rischi, opportunità e nuovo profilo giuridico", Presentato alla Conferenza SIEP su *Il futuro dei sistemi di welfare nazionali tra integrazione europea e decentramento regionale coordinamento, competizione, mobilità*, Pavia, Università, 4 - 5 ottobre.

CAPITOLO I  
INTRODUZIONE

SOMMARIO: 1. Contratti « derivati »: termine nuovo o nuovo significato di un termine noto? — 2. I rischi presenti nell'attività finanziaria. — 3. (*segue*): Il rischio di credito. — 4. (*segue*): Il rischio paese. — 5. (*segue*): Il rischio di mercato. — 6. (*segue*): Il rischio di liquidità. — 7. (*segue*): Il rischio operativo. — 8. (*segue*): Il rischio legale. — 9. (*segue*): Il rischio di reputazione.

1. *Contratti « derivati »: termine nuovo o nuovo significato di un termine noto?*

A partire dal 1998 la Banca dei Regolamenti Internazionali raccoglie e pubblica dati statistici relativi ai contratti "derivati".

In base alla indagine svolta nel 2005 è stato calcolato che l'ammontare nozionale dei contratti in essere al 30 giugno 2006 conclusi su mercati non regolamentati, depurato della doppia contabilizzazione tra operatori, era di 369.906 miliardi di dollari (1).

Circa tre quarti dell'ammontare nozionale citato era costituito da contratti sui tassi di interesse, 38.111 miliardi erano contratti su tassi di cambio, ed il rimanente era costituito da contratti la cui prestazione è legata all'andamento di azioni o materie prime. I contratti derivati di credito ammontavano a 20.352 miliardi di dollari.

Per quanto riguarda i mercati regolamentati l'ammontare dei contratti « derivati » in essere al 31 dicembre 2005 era di 21.623 miliardi di dollari di contratti *futures* sui tassi di interesse, sui cambi e sulle azioni e di 36.188 miliardi di dollari di contratti di opzione sugli stessi indici. Essendo contratti generalmente di breve durata è più significativo indicare il volume dei contratti conclusi nell'anno 2005, che è stato 1.005.775 miliardi di dollari di futures e di

(1) BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Semiannual OTC derivatives statistics at the end-june 2006*, dicembre 2006. V. anche <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>.

402.604 miliardi di dollari di opzioni (2). Meno della metà degli ammontari nozionali delle transazioni riguardava gli intermediari specializzati, mentre la restante parte riguardava istituzioni finanziarie e clientela, a dimostrazione del carattere globale del mercato dei contratti « derivati ».

A partire dagli anni ottanta l'espressione « contratti derivati » ha avuto una tale diffusione nella prassi tra gli operatori finanziari, bancari e non, e tra questi e i clienti, da far pensare che nelle opinioni di questi operatori i contratti derivati costituiscono una nuova categoria giuridica.

Tale opinione è supportata dal fatto che l'espressione ha assunto anche una dignità normativa, nel senso che provvedimenti di normazione secondaria (cioè atti aventi natura ed effetti amministrativi) (3) e primaria (4) utilizzano l'espressione *de qua*.

In prima approssimazione si definiscono « contratti derivati » quei contratti il cui valore deriva dal prezzo di un'attività finanziaria sottostante, ovvero dal valore di un parametro finanziario di riferimento (indice di borsa, tasso di interesse, cambio). Il primo riferimento giuridico agli stessi, contenuto nell'art. 1, secondo comma, della legge n. 1 del 2 gennaio 1991, accoglie questo aspetto definendo, tra i valori mobiliari, i contratti a termine su « strumenti finanziari collegati a valori mobiliari, tassi di interesse e valute, ivi compresi quelli aventi ad oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute ».

Si definiscono « prodotti derivati » « i contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa ecc.. Il loro valore deriva da quello degli elementi sottostanti » (art. 3, aggiornamento 112 del 23 giugno 1994 alla Circolare Banca d'Italia n. 4 del 29 marzo 1988).

Il testo unico della intermediazione finanziaria del 1998 — d'ora innanzi per brevità t.u.f. (5) — supera il concetto di valore

(2) BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Quarterly data on exchange-traded derivatives*, Dicembre 2005, *Statistical annex*, tavola 23°. V. anche <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>.

(3) Art. 49, Regolamento 2 luglio 1991 emanato dalla Banca d'Italia.

(4) Art. 1, comma 1, d.legisl. 23 luglio 1996, n. 415; art. 1, punto 3, d.legisl. 24 febbraio 1998, n. 58, il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

(5) Il citato d.legisl. 24 febbraio 1998, n. 58.

mobiliare e definisce gli « strumenti finanziari derivati » elencando alcune fattispecie, quali i contratti *futures*, i contratti *swaps*, i contratti di opzione e contratti simili, senza peraltro fornire una definizione delle singole fattispecie.

Prima di cedere alla tentazione di risolvere sommariamente il problema, avallando l'opinione che considera i contratti derivati una categoria giuridica ben definita, è necessario procedere con cautela.

La dottrina tradizionale già conosce il termine *contratto derivato* (6), il quale consiste nel contratto che discende e dipende da un altro contratto concluso separatamente (contratto principale). I due contratti hanno in comune una parte. Il contratto derivato è accessorio rispetto al primo, ma l'accessorietà opera a senso unico: il contratto principale ha riflessi sull'accessorio e non viceversa. Il contratto derivato fa sorgere un diritto nuovo, prima non esistente, sebbene di contenuto identico o analogo a quello di un diritto già esistente. I vizi, i limiti all'efficacia, la risoluzione del contratto principale si comunicano al contratto derivato. Esempi di contratti derivati sono: il sub-appalto, il sub-mandato, la sub-locazione, il sub-affitto, il sub-trasporto, il sub-noleggio.

L'uso dell'espressione contratti derivati descritto in apertura non sembra avere nulla a che fare con la terminologia giuridica tradizionale e con le fattispecie testé descritte. Bisogna, quindi, innanzitutto sgombrare il campo da ogni confusione in merito e porsi il quesito se l'espressione in esame abbia un duplice significato giuridico: uno tradizionale, ora sommariamente descritto, ed uno « nuovo » atto ad identificare una categoria di contratti particolari. O se piuttosto il termine abbia soltanto una valenza finanziaria e stia ad identificare una categoria di negozi giuridici tra loro diversi, non accomunabili in un *genus* giuridico.

La risposta non può che emergere dall'analisi delle singole operazioni. Per l'ansioso lettore si può anticipare che essa è negativamente.

L'approccio che consente di rispondere in maniera convincente al quesito è basato sull'analisi delle diverse fattispecie annoverate nella prassi con il termine contratti derivati. Emergerà, infatti, che alcuni contratti sono riconducibili a fattispecie tipiche utilizzate nella prassi finanziaria (ad es. le opzioni su titoli, *divise*, *swaps*,

(6) Per tutti v. F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, 1973, p. 753.

*financial futures* ed indici, che rientrano nell'art. 1331 c.c.), altri sono contratti differenziali nei quali è prevista una sola obbligazione di pagamento dovuta dal soccombente e nei quali, al momento della stipula, è incerto sia chi deve eseguirla sia il *quantum* della prestazione, che viene a determinarsi al momento del calcolo del differenziale (ad es. il contratto denominato *domestic currency swap* o il *forward rate agreement*, contratti che rimangono distinti, pur avendo il medesimo schema, in quanto soddisfano uno scopo tipico diverso tra loro: il primo mira ad evitare il rischio di consegna ed il secondo il rischio di credito pieno) ed altri ancora appaiono nei contratti atipici (ad es. *interest rate swap*, la cui causa si basa sullo scambio di pagamenti, e le "opzioni" sul tasso di interesse, la cui causa si basa sulla promessa di pagamento condizionato). Si deve evitare il contrario, e cioè cercare "a tutti i costi" di offrire una definizione di un tipo di contratto derivato che possa comprendere realtà tra loro diverse (7).

## 2. I rischi presenti nell'attività finanziaria.

Prima di iniziare l'analisi dei profili civilistici dei contratti "derivati" finanziari risulta utile affrontare il tema dei rischi presenti nell'attività finanziaria.

Infatti, l'attenta comprensione di tali rischi e la loro classificazione consentite di meglio comprendere la funzione tipica — e, quindi, la causa — dei diversi contratti derivati, i quali, in numerosi casi, hanno come precipua funzione proprio quella di eliminare o trasferire specifici rischi finanziari. Maggiori sono i rischi, maggiore è l'esigenza di capitale da investire per assumerli. La riduzione dei ri-

(7) Vi è chi ha tentato di costruire una definizione giuridica del contratto derivato, ma tale tentativo si deve arrendere di fronte al fatto che non esistono sufficienti elementi giuridici comuni a tutte le fattispecie. Ad esempio, E. GIRINO, *I contratti derivati*, 2001, Milano, p. 46 ss; p. 141 "impono" caratteristiche comuni ai contratti che in realtà mancano in numerose fattispecie: il differenziale come oggetto del contratto o l'aleatorietà. Tale confusione porta paradossalmente ad escludere dal novero dei contratti derivati alcuni tra i principali contratti derivati che la prassi conosce e cioè il *credit default swap* ed il *total return swap* (op. cit., p. 142). Oppure porta ad elaborare una definizione di alcuni contratti che non corrisponde alla realtà (ad esempio, l'*interest rate swap* viene "forzato" ad essere un contratto che ha per oggetto il differenziale tra due tassi di interesse, mentre il tipo contrattuale che il mondo finanziario conosce risulta essere ben diverso e sicuramente non un contratto per differenze).

sci consente una migliore allocazione del capitale ed una sua migliore remunerazione.

Senza volere anticipare alcuna conclusione, si può sin da ora sostenere che i contratti nuovi che consentono — nella loro funzione causale — di ridurre o trasferire tali rischi sono meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento giuridico. Il rischio nell'attività finanziaria rappresenta la possibilità di perdita che un dato patrimonio può subire in conseguenza di determinati eventi (8).

Il rischio può essere distinto in differenti tipologie, che variano in funzione della causa che lo origina. Ogni tipologia si articola in diverse specie, le quali a loro volta comprendono delle sottospecie. Non tutte le tipologie di rischio, o le loro specie o sottospecie, sono necessariamente presenti in ogni operazione finanziaria. Sul mercato sono disponibili diverse forme di protezione che consentono di ridurre o eliminare i rischi in esame.

Le principali tipologie di rischio sono:

- a) rischio di credito (o di controparte in senso generico);
- b) rischio paese;
- c) rischio di mercato;
- d) rischio di liquidità;
- e) rischio operativo;
- f) rischio legale;
- g) rischio di reputazione;

## 3. (segue): Il rischio di credito.

Il rischio di credito (9) (a volte indicato come rischio di con-

(8) A. BOSELLI, voce "Alea", in *Noviss. dig. it.*, Milano, 1958, p. 469. In senso economico, per rischio si intendono le condizioni in cui un soggetto economico prende decisioni tali per cui a ogni singola decisione corrispondono delle conseguenze che sfociano in particolari "stati del mondo" e il soggetto attribuisce determinate probabilità a ciascuno stato del mondo. Qualora il soggetto economico non attribuisca determinate probabilità ai diversi stati del mondo, ma li abbia ben presenti nel suo agire, si parla di incertezza. V. F. KNIGHT, *Risk, Profit and uncertainty*, Hughton Mufflin, NY, 1921.

(9) Sul tema v. E.I. ALTMAN, A. SAUNDERS, *Credit risk measurement: developments over last 20 years*, in *Journal of banking finance*, 1998, n. 21; I. COOPER, A. MELLA, *The default risk of swaps*, in *Journal of finance*, 1991, n. 46, p. 597; R. CORIGLIANO (a cura di), *Rischio di credito e pricing dei prestiti bancari*, Bancaria Editrice, Roma, 1998; G. DE LAURENTIS, *Il rischio di credito. I fidi bancari nel nuovo contesto teorico, normativo e di mercato*, Egea, Milano, 1994; A. PERRONE,

troparte) rappresenta il rischio di perdite dovute all'incapacità della controparte — nei cui confronti si è assunta un'esposizione creditizia — di adempiere le proprie obbligazioni di pagamento.

Esso viene distinto nelle seguenti tre specie:

a) rischio di credito pieno (*full credit risk*), che consiste nel rischio che la controparte non adempia la propria obbligazione di pagamento, quando dovuta, a causa della propria insolvenza (e non sia rischio di consegna o di sostituzione);

b) rischio di consegna (*delivery risk*) (10), che può esistere soltanto qualora le parti abbiano reciproche obbligazioni da eseguirsi contemporaneamente e consiste nel fatto che una parte adempia al proprio obbligo di pagamento o consegna non ricevendo contestualmente la consegna o il pagamento del dovuto dall'altra parte (esempio tipico sono le compravendite di divise (11) e, con diverse eccezioni, di titoli);

c) rischio di sostituzione (*substitution risk*), che è presente nei contratti a termine con prestazioni corrispettive (da eseguirsi, di norma, contemporaneamente) e consiste nel maggior costo o nel mancato guadagno che la parte solvente sopporta, qualora la con-

*La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari*, Milano, 1999; A. SIRONI, M. MARSELLA (a cura di), *La misurazione e la gestione del rischio di credito*, Banca Editrice, 1998.

(10) B. ALEMANNI, *La liquidazione internazionale dei titoli*, in *Osservatorio sull'innovazione del mercato mobiliare*, Newfin, 1996, n. 2; D. RUSSO, *I rischi finanziari nei sistemi di pagamento interbancari*, Banca d'Italia, Roma, 1992; THE NEW YORK FOREIGN EXCHANGE COMMITTEE, *Reducing foreign exchange settlement risk*, Federal Reserve Bank of New York, 1994; GRUPPO DEI TRENTA, *Clearance and settlement system in world's securities markets*, New York, 1989; BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Report on netting schemes*, Basilea, 1989; *Id.*, *Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari*, Basilea, 1990; *Id.*, *La consegna contro regolamento ("delivery versus payment") nei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli*, Basilea, 1995; *Id.*, *Central bank survey of foreign exchange and derivatives activity*, Basilea, 1996; *Id.*, *Rischio di regolamento nelle operazioni in cambi*, Basilea, 1996; *Id.*, *Clearing arrangements for exchange-traded derivatives*, Basilea, 1997; *Id.*, *Disclosure framework for securities settlement system*, Basilea, 1997; *Id.*, *Real time gross-settlement systems*, Basilea, 1997; *Id.*, *Reducing foreign exchange settlement risk: a progress report*, Basilea, 1998.

(11) In sede di regolamento di una compravendita di divise, l'esposizione effettiva dura dal momento in cui l'istruzione di consegna della valuta non può più essere annullata unilateralmente fino al momento in cui la valuta acquistata è ricevuta in via definitiva. Cfr. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Settlement risk in foreign exchange transactions*, Basilea, marzo 1996, p. 8.

troparte diventi insolvente prima della scadenza pattuita. In tal caso la parte *in bonis*, ovviamente, si asterrà dall'effettuare la propria consegna alla parte insolvente. Per procurarsi quanto avrebbe dovuto ricevere dalla parte insolvente in cambio della propria consegna dovrà effettuare un nuovo contratto sostitutivo di quello che non verrà adempiuto. Il prezzo del nuovo contratto potrà essere diverso da quello destinato ad essere inadempito e ciò potrà comportare una perdita od un utile (12).

Se la controparte, solvente fino alla scadenza pattuita, non

(12) Tra i contratti più comuni nella prassi bancaria che danno origine al rischio di sostituzione si segnalano, oltre numerosi contratti derivati, i seguenti:

a) Riporto. Trattasi di un contratto tipico per il quale il riportato trasferisce in proprietà al riportatore titoli di credito di una data specie per un determinato prezzo, ed il riportatore assume l'obbligo di trasferire al riportato, alla scadenza del termine stabilito, la proprietà di altrettanti titoli della stessa specie, verso rimborso del prezzo, che può essere aumentato o diminuito nella misura convenuta (art. 1548 c.c.). Il contratto si perfeziona con la consegna dei titoli.

b) "Pronti contro termine" (*rectius* acquisto a pronti e contestuale vendita a termine). Con questa espressione si intende la combinazione di due contratti speculari di compravendita titoli (uno a pronti l'altro a termine) effettuati contestualmente con la stessa controparte. Circa la natura giuridica del "contro termine" non vi è unanimità di consensi: si va dalle due compravendite funzionalmente collegate (C. BRESCIA MORRA, *Aspetti giuridici delle operazioni pronti contro termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, p. 779) al contratto atipico (S. BONFATTI, *Il Contratto di pronti contro termine*, in *La banca e i nuovi contratti*, Ricerche Assbank, Milano, 1992, p. 59; F. PAGANI, *Pronti contro termine e morte del venditore a termine*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, II, p. 357).

c) Pronti contro termine con contestuale pegno sul prezzo dei titoli. Trattasi, come sopra, di due contratti di compravendita con l'aggiunta di un contratto di pegno creato sul prezzo di vendita a pronti e a favore del venditore a termine a garanzia dell'obbligazione del compratore a termine di pagare il prezzo della compravendita a termine (in questo caso il rischio di sostituzione è garantito da denaro).

d) Mutuo di titoli garantito da denaro. Trattasi di mutuo di titoli (la cui proprietà viene trasferita) con l'obbligo di restituzione del *tantundem*. L'obbligazione di restituzione è assistita da pegno irregolare su denaro (che comporta a sua volta il trasferimento della proprietà del denaro e l'obbligo di restituzione del *tantundem*). Qualora oggetto del mutuo siano i titoli non fungibili (es. azioni) si tratta di un mutuo atipico.

e) Mutuo di denaro garantito da pegno su titoli fungibili. Trattasi di mutuo denaro. L'obbligazione di restituzione è garantita da un pegno su titoli fungibili (che comporta il trasferimento della proprietà dell'oggetto del pegno e l'obbligo di restituzione del *tantundem*). Una fattispecie sostanzialmente simile è il mutuo di titoli garantito da pegno su titoli.

f) Anticipazione bancaria su titoli. Trattasi di contratto tipico in base al qua-



adempie la propria obbligazione di consegna si avrà un rischio di consegna e non un rischio di sostituzione. Una compravendita a termine di divise comporta sia il rischio di sostituzione durante la pendenza del termine sia il rischio di consegna a scadenza. Una compravendita a termine di titoli da regolarsi in stanza di compensazione o in un sistema di clearing comporta soltanto il rischio di sostituzione, in quanto il rischio di consegna viene eliminato dal meccanismo di consegna contro pagamento (*delivery-versus-payment*, *payment-versus-delivery*, *payment-versus-payment*, *delivery-versus-delivery* (15)) tipico dei sistemi di clearing. Un contratto

le la banca concede un anticipo su titoli fungibili costituiti in pegno (anticipazione bancaria impropria). Questa fattispecie si distingue dal mutuo sub e) in quanto nell'anticipazione la garanzia non è elemento accessorio (come nel mutuo), bensì strutturale al contratto e l'elemento distintivo è la necessaria e costante proporzionalità tra valore dell'anticipo e valore della garanzia (G. MOLLE, *I contratti bancari*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* (a cura di) A. Cicu e F. Messineo, 1981, p. 313 e ss.).

g) *Repo agreement*, *Buy and sell back agreement*, *Gensaki agreement*. Trattasi di fattispecie in uso nei mercati internazionali. Con l'espressione "*repo*" (*recitius: sale and purchase agreement*) si intende la combinazione di due contratti speculari di compravendita di titoli effettuati contestualmente con la stessa controparte. Trattasi sostanzialmente di un "pronti contro termine", sebbene nel diritto inglese sussistano incertezze sulla natura unitaria della fattispecie.

Esso viene di norma regolato da un contratto normativo standard creato congiuntamente dalla *Public Securities Association* di New York e dalla *International Securities Market Association* di Zurigo, noto come *PSA/ISMA Global Master Repurchase Agreement*.

Con l'espressione "*buy and sell back agreement*" (oppure, sebbene meno comune, "*sell and buy back agreement*") si intende una variazione tecnica del repo (le differenze tra il *repo* ed il *buy and sell back agreement* sono principalmente di natura finanziaria. Ad esempio, il meccanismo di determinazione del prezzo risulta diversamente influenzato dal trattamento delle cedole e dividendi pagati dall'emittente durante il periodo intercorrente tra due scambi, la risoluzione anticipata è ammessa soltanto in questa fattispecie; ecc.). Trattasi, infatti, di due contratti speculari di compravendita titoli effettuati contestualmente con la stessa controparte. Anche questa ipotesi viene regolata dal citato contratto quadro, che prevede una apposita appendice da applicarsi nella fattispecie in esame.

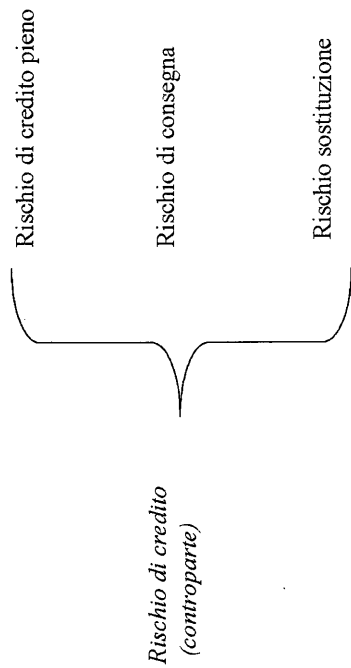
Con il termine giapponese "*gensaki*" si intende la combinazione di un contratto di compravendita titoli con una contestuale promessa di effettuare a data futura una compravendita di segno inverso degli stessi titoli. Si distingue dal repo per il fatto che la "seconda" compravendita non è — come nel *repo* — conclusa con esecuzione differita, ma è sostituita dall'impegno a concludere una vendita a data futura.

(15) *Delivery-versus-payment* e *payment-versus-delivery* significa che la

derivato a termine concluso in un mercato ufficiale (ad esempio, un *financial future*) non comporta, di norma, né rischio di sostituzione sulla controparte originaria del contratto (in quanto generalmente previsto il versamento giornaliero dei collaterali) né il rischio di consegna (in quanto viene regolata soltanto la differenza).

La seguente figura schematizza le diverse tipologie di rischio di credito.

Figura 1. — *Tipologie di rischio di credito.*



Dal punto di vista regolamentare e contabile, si usa distinguere tra portafoglio di investimento ("portafoglio immobilizzato") e portafoglio di negoziazione ("portafoglio non immobilizzato").

Il primo portafoglio è costituito dai strumenti finanziari detenuti per finalità di investimento, cioè con l'intenzione di tenerli fino alla loro scadenza (il cosiddetto "*banking book*").

Il portafoglio di negoziazione (o "*trading book*") è costituito dalle posizioni detenute in vista di una loro cessione a breve termine e/o assunte nell'intento di lucrare a breve termine differenze effettive e/o attese fra prezzo di acquisto e di vendita o altre variazioni di prezzo o di tasso di interesse, nonché b) dalle posizioni in strumenti finanziari relative a operazioni pareggiate, compiute a proprio nome in qualità di *broker* o di *marker-maker*, o ancora c)

consegna di un titolo avviene contestualmente al pagamento. *Payment-versus-payment* significa che il pagamento avviene contestualmente ad un altro pagamento (es. vendita di dollari contro sterline). *Delivery-versus-delivery* significa che la consegna di un titolo avviene contestualmente alla consegna di un altro titolo.

dalle posizioni assunte a copertura di altri elementi di portafoglio di negoziazione (14).

Nell'ambito dell'attività di *trading*, la normativa di vigilanza bancaria utilizza una ulteriore terminologia per identificare il rischio di credito:

- a) il *rischio specifico* (15), noto anche come rischio emittente (presente nelle operazioni su obbligazioni, azioni e titoli in genere), che corrisponde al rischio di credito pieno sopra descritto e rappresenta il rischio che la singola posizione subisca oscillazioni sfavorevoli per ragioni legate alla solvenza o, più in generale, alla situazione economico-finanziaria dell'emittente del titolo;
- b) il *rischio di regolamento*, che corrisponde al rischio di consegna sopra descritto, limitato, però, alle operazioni in titoli ("qualora una parte non abbia adempiuto alla propria obbligazione di consegna dei titoli o degli importi di denaro dovuti" (16));
- c) il *rischio controparte*, che corrisponde al rischio di sostituzione sopra descritto (17) (18).

La seguente figura schematizza le specie di rischi di credito distinguendole tra attività di investimento e attività di negoziazione.

(14) I membri del Comitato di Basilea, che sono al tempo stesso membri dell'Unione Europea, considerano questa definizione coerente (sebbene meno dettagliata) con la definizione del portafoglio di negoziazione contenuta nella direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 sull'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

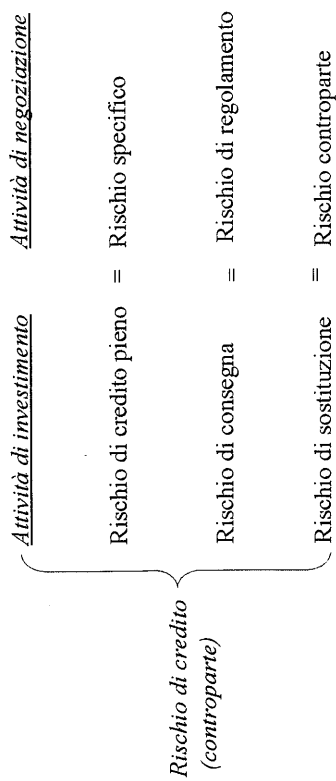
(15) Dal punto di vista regolamentare, la Banca d'Italia considera il rischio specifico come una componente del rischio di posizione, il quale a sua volta concorre nel determinare il rischio di mercato, definito come il rischio derivante dall'oscillazione del prezzo dei valori mobiliari per fattori attinenti all'andamento generale dei mercati e alla situazione della società emittente. Il rischio di posizione si divide in due categorie: rischio (di mercato) generico e rischio (di mercato) specifico. Il primo consiste nel rischio di perdite a seguito di sfavorevoli movimenti dei prezzi della generalità degli strumenti finanziari. Più in generale, rappresenta il rischio che il mercato si muova in direzione contraria a quella attesa (a causa del movimento dei tassi di interesse, di cambio, degli indici di borsa, ecc.).

(16) Banca d'Italia, Circolare 21 aprile 1999, n. 229, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, titolo IV, capitolo 3, Requisiti patrimoniali sui rischi di mercato.

(17) Banca d'Italia, Circolare 21 aprile 1999, n. 229, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, titolo IV, capitolo 3, Requisiti patrimoniali sui rischi di mercato.

(18) Viene usato anche il termine rischio di pre-regolamento (*pre-settlement risk*) per indicare il rischio di controparte (A. SIRONI, *Gestione del rischio e allocazione del capitale nelle banche*, p. 209, Egea, Milano, 1996).

Figura 2. — *Rischio di credito nella attività di investimento e di negoziazione.*



In sintesi, le tre specie sopra descritte rappresentano sempre il rischio di perdita derivante dall'insolvenza del debitore o, più in generale, dal deterioramento della sua situazione finanziaria. Esiste, però, una distinzione tra queste specie basata su due elementi: la volontarietà dell'esposizione e la determinazione della sua estensione.

Il rischio di credito pieno (o, nell'ambito dell'attività di negoziazione, il rischio specifico), infatti, è il rischio che il creditore ha scelto di accettare e la cui massima dimensione è determinata dal creditore (è il creditore, infatti, che decide il *quantum* dell'esposizione creditizia).

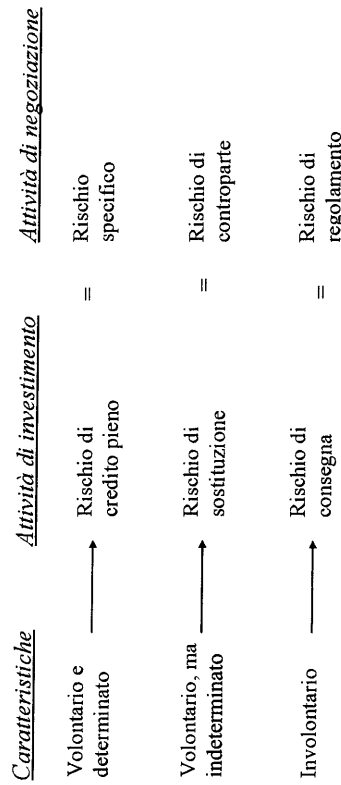
Il rischio di sostituzione (o, nell'ambito dell'attività di negoziazione, il rischio di controparte) — al pari del rischio di credito pieno — è assunto volontariamente dal creditore, ma la sua dimensione non dipende dalla volontà del creditore, bensì da elementi esogeni, quali, di norma, la variazione dei tassi di interessi, di cambio, del corso delle azioni, ecc.

Il rischio di consegna (o, nell'ambito dell'attività di negoziazione, il rischio di regolamento), al contrario, è un rischio subito, non voluto, ma dal quale non si può prescindere data la natura dell'operazione finanziaria. Si pensi ad un contratto di compravendita di divise: le parti desiderano eseguire uno scambio di divise e non concedere un prestito una all'altra. Se fosse possibile, lo scambio dei beni avrebbe contestualmente e, quindi, senza rischi creditizi. Peraltro, ciò non è possibile, dato che un contraente deve consegnare la divisa venduta prima dell'altro (il pagamento delle divise

avviene nel paese in cui esse hanno corso legale). Tra la consegna irrevocabile della divisa venduta e la ricezione definitiva della divisa acquistata possono intercorrere numerose ore o, perfino, alcuni giorni. Durante questo periodo il contraente che ha consegnato per primo la divisa ha, di fatto, concesso un prestito — non voluto — alla controparte, la quale lo ripagherà adempiendo la propria obbligazione di consegna della divisa venduta (19).

In sintesi, il rischio di credito può essere schematizzato come nella seguente figura:

Figura 3. — *Caratteristiche del rischio di credito.*



#### 4. (segue): *Il rischio paese.*

Il rischio paese è la tipologia di rischio, tra quelli indicati nel primo paragrafo di questo capitolo, che più si avvicina al rischio di credito, ma da questo ne rimane chiaramente distinto.

Innanzitutto, non si è in presenza di un rischio paese nel caso in cui il debitore sia il paese stesso, *rectius* l'ente giuridico che rappresenta il paese o gli enti che ne esercitano il potere legislativo, amministrativo e giudiziario. In tal caso si tratta di un rischio di credito che dipende dalla solvibilità del debitore stesso. Si pensi al Governo di un paese latino americano che dichiara unilateralmente una moratoria sul debito governativo: questo rischio è analogo a quello del privato che dichiara la propria insolvenza.

(19) Per alcuni esempi di rischi di consegna "tristemente famosi" v. Banca dei Regolamenti Internazionali, *Rischio di regolamento nelle operazioni in cambi*, cit., p. 6 ss.

In generale, quindi, il rischio paese deriva dalla possibilità di perdita dovuta ad eventi non dipendenti dalla solvenza del debitore, ma riconducibili al paese, inteso in senso lato, in cui esso è residente.

Il rischio paese è un rischio *aggiuntivo* rispetto al rischio di credito ed è sempre presente ogni qualvolta il debitore ed il creditore siano residenti in paesi diversi, anche qualora si tratti di paesi non considerati a rischio dagli operatori economici, quali, ad esempio, i paesi del cosiddetto G7 (20). Anche in questo caso il rischio paese è presente, pur essendo di entità irrilevante. Infatti, anche un debitore tedesco può non adempiere una obbligazione di pagamento, pur essendo solvente, nel caso in cui una nuova legge tedesca lo impedisca.

Si può distinguere il rischio in esame nelle seguenti specie:

a) *rischio politico o sovrano*, che consiste nel rischio di perdite quando il debitore solvente non sia in grado di adempiere a causa di un *actum principis*, quale, ad esempio, la sospensione unilaterale dei pagamenti dovuti da privati verso l'estero imposta da una norma locale (rischio di moratoria), la nazionalizzazione, la confisca, il sequestro o l'espropriazione — senza adeguato indennizzo — di investimenti o di beni presenti nel paese (rischio di nazionalizzazione), la guerra contro altri Stati o governi, la sopravvenuta invalidità o la non trasferibilità della moneta di pagamento (rischio di non convertibilità o *inconvertibility risk*).

Il rischio politico riflette sia la stabilità economica, finanziaria e politica del paese in cui si trova la parte obbligata sia quella del paese che ha emesso la moneta in cui è denominato il pagamento dovuto. In altre parole, l'*actum principis* scaturisce spesso dal deterioramento della situazione economica, finanziaria e politica del paese.

Il rischio paese comprende anche il rischio politico in senso stretto, cioè il rischio che il governo di un paese attraverso un *actum principis* impedisca i pagamenti verso creditori residenti in certi paesi (es. Governo degli Usa che blocca i pagamenti a residenti in Corea del Nord o Iran: in tal caso il creditore coreano o iraniano sopporta il rischio paese Usa). Altro esempio può essere dato dalle banche di stato libiche che escutono indebitamente le garanzie a prima richiesta emesse da banche italiane nell'interesse di aziende italiane a favore di soggetti libici: in tal caso il soggetto italiano che ha istruito la banca italiana ad emettere la garanzia ha assunto il rischio paese libico.

(20) Con la sigla G7 si intende il gruppo di paesi formato da Stati Uniti d'America, Giappone, Germania, Francia, Italia, Regno Unito e Canada.

In un'area grigia tra rischio politico e rischio di cambio si trova la svalutazione da parte delle autorità locali preposte al governo della moneta. Qualora la svalutazione avvenga in seguito ad un atto amministrativo identificabile — o al venir meno, attraverso un atto amministrativo, del sistema di controllo e di supporto della moneta — si deve ritenere che l'evento ricada nell'ambito del rischio politico, essendo in presenza di un *actum principis*. Ovviamente ciò è possibile in quei paesi nei quali vige il monopolio dei cambi o vi sono forme di controllo amministrativo. Qualora invece la divisa subisca un repentino deprezzamento a causa della cessazione del supporto esercitato sul libero mercato dalle autorità locali non si tratta più di un rischio politico in senso tecnico.

Il rischio di non convertibilità (*inconvertibility risk*) si estrinseca principalmente nelle seguenti ipotesi:

— in base ad un *actum principis*, il debitore solvente è tenuto ad eseguire, quando dovuto, il pagamento nella divisa estera originariamente pattuita a favore del creditore in un conto — diverso da quello originariamente pattuito — presso la banca centrale locale denominato nella medesima divisa estera (il debitore adempie ed il creditore si trova titolare di un conto denominato nella divisa estera presso la banca centrale: diviene, quindi, creditore della banca centrale locale);

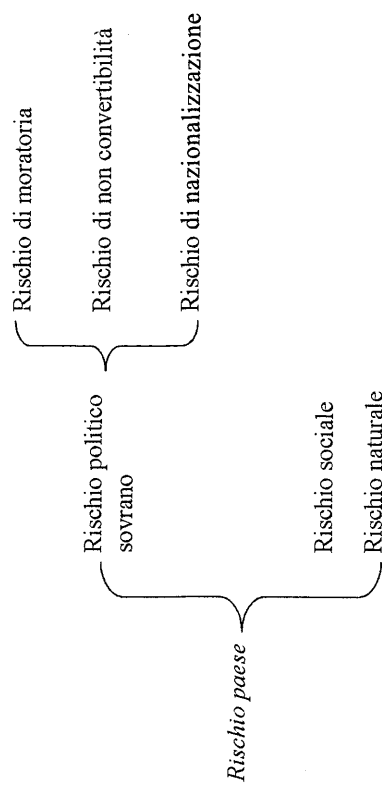
— in base ad un *actum principis*, il debitore solvente è tenuto ad eseguire, quando dovuto, il pagamento nella divisa estera originariamente pattuita a favore del creditore in un conto — diverso da quello originariamente pattuito — presso la banca centrale locale dove viene convertito nella divisa locale (il debitore adempie ed il creditore si trova titolare di un conto presso la banca centrale denominato nella divisa locale, in altre parole diviene creditore della banca centrale locale);

— il debitore solvente è tenuto ad eseguire, quando dovuto, il pagamento del debito espresso in divisa estera, nel controvalore della divisa locale (quindi in divisa diversa da quella originariamente pattuita) direttamente a favore del creditore.

b) *rischio sociale*, cioè il rischio di subire perdite quando il debitore solvente non può adempiere a causa di eventi sociali, quali scioperi, rivolte popolari, rivoluzioni, sommosse, guerre civili.

c) *rischio naturale*, cioè il rischio di perdite allorché il debitore solvente non può adempiere a causa di eventi naturali catastrofici, quali terremoti, maremoti, eruzioni vulcaniche, inondazioni, cicloni, uragani, tsunami, ecc.

Figura 4. — *Tipologie di rischio paese.*



#### 5. (segue): *Il rischio di mercato*

Il rischio di mercato in senso stretto (21) consiste nel rischio di perdite derivante da movimenti sfavorevoli nei prezzi della generalità degli strumenti finanziari in bilancio o fuori bilancio; in generale, rappresenta, quindi, il rischio che il mercato si muova in direzione contraria a quella attesa (a causa del movimento dei tassi di interesse, di cambio, degli indici di borsa, degli indici delle merci, ecc.). Esso prescinde dalla situazione del singolo operatore o emittente di valori mobiliari.

Tra le specie più tipiche del rischio di mercato si indicano le seguenti:

a) il *rischio di interesse*, che consiste nel rischio di perdita derivante dal movimento sfavorevole dei tassi di interesse rispetto a posizioni sui tassi non perfettamente coperte. Tale rischio si presenta nel caso in cui vi sia un disallineamento temporale tra le sca-

(21) Il termine rischio di mercato viene utilizzato in senso generico per individuare il complesso dei rischi presenti nell'attività di negoziazione e di tesoreria di una banca. Secondo la Banca d'Italia tra i rischi che concorrono al calcolo del requisito patrimoniale minimo obbligatorio per i rischi di mercato sono compresi anche alcuni rischi di credito (rischio specifico e rischio di controparte) e rischi non propriamente definibili come rischi di mercato in senso stretto, quale il rischio di concentrazione. Dal punto di vista regolamentare il rischio di mercato comprende i seguenti rischi: rischio di posizione (a sua volta diviso in rischio generico e specifico), di regolamento, di controparte, di concentrazione e di cambio.

denze delle poste (attive, passive o fuori bilancio) a tasso fisso o tra le date di determinazione delle poste a tasso variabile.

b) il *rischio di cambio*, che rappresenta il rischio di perdita derivante dalla sfavorevole oscillazione dei corsi dei cambi rispetto a posizioni in cambi non perfettamente coperte.

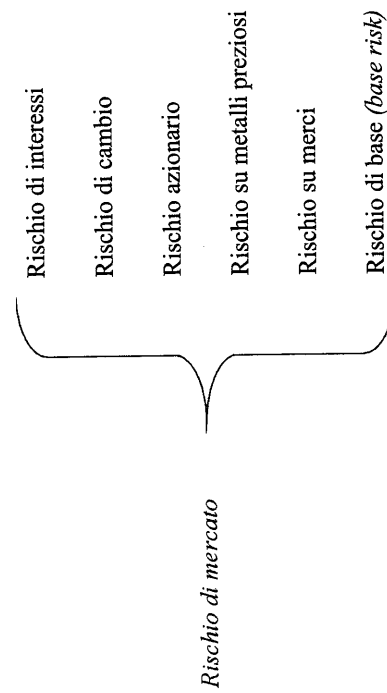
c) il *rischio azionario*, che evidenzia il rischio di perdita derivante dalla sfavorevole oscillazione dei corsi delle azioni rispetto a posizioni non perfettamente coperte.

d) il *rischio su metalli preziosi*, cioè il rischio di perdita che deriva dalla sfavorevole oscillazione dei corsi dei metalli preziosi rispetto a posizioni non perfettamente coperte.

e) il *rischio su merci*, che è il rischio di perdita derivante dalla sfavorevole oscillazione dei corsi delle merci rispetto a posizioni non perfettamente coperte.

f) il *rischio di base (basis risk)*, che consiste nel rischio di perdite derivante dalla diversità degli strumenti che costituiscono una posizione pareggiata. Questi strumenti possono presentare caratteristiche tecniche tali che le variazioni esogene del mercato (dei tassi, dei cambi, ecc.) si ripercuotono in maniera non perfettamente speculare sulle componenti della posizione pareggiata. Oppure, pur ripercuotendosi in maniera perfettamente speculare, le modalità operative delle componenti della posizione pareggiata sono difformi.

Figura 5. — *Rischio di mercato.*



## 6. (segue): Il rischio di liquidità.

Il rischio di liquidità (*liquidity risk*) rappresenta il rischio derivante dalla mancanza o dallo scarso spessore della domanda o della offerta di strumenti finanziari tali da rendere impossibile o difficile la liquidazione di una posizione. La liquidità di ogni strumento finanziario si riflette nel differenziale dei prezzi tra la domanda e l'offerta: quanto maggiore è la liquidità relativa ad uno strumento, tanto minore sarà l'entità di tale differenziale. Per lo più il mercato prezza "automaticamente" il grado di liquidità di ogni strumento attraverso il cosiddetto premio per l'illiquidità. Il rischio di liquidità si riferisce più propriamente all'assenza di domanda o offerta. Questa forma di rischio di liquidità è anche nota con il termine anglosassone *market liquidity risk* (22).

Con il termine *funding liquidity risk* (23) si intende il rischio che l'esecuzione di pagamenti non avvenga quando dovuta, anche se la parte obbligata ha sufficienti mezzi per effettuarla, a causa di una momentanea incapacità a convertire attività in mezzi liquidi. In questo caso il debitore è solvente, ma illiquido.

## 7. (segue): Il rischio operativo.

Non esiste ancora un generale consenso sulla definizione di rischio operativo. Le definizioni più ampie comprendono nell'ambito del rischio operativo ogni rischio che non sia un rischio di credito o di mercato (24). Altre definizioni assimilano il rischio operativo al rischio legato ai processi interni, ad azioni della concorrenza, alla incapacità del *management* e ad azioni terroristiche (25).

In uno studio del Gruppo dei Trenta (26) il rischio operativo viene definito come il rischio di perdite derivante da sistemi informativi inadeguati o controlli carenti, da errori umani e da incapacità del *management*.

Il Comitato di Basilea sulla supervisione ha definito il rischio

(22) FEDERAL RESERVE SYSTEM, *Framework for risk-focused supervision of large complex institutions*, New York, 8 agosto 1997, p. 17.

(23) Cfr. nota precedente.

(24) R. JAMESON, *Planning the name game*, in *Risk*, 1998, 11 (10), p. 38.

(25) COOPERS & LYBRAND, *1997 Operational risk management survey*, Londra, 1997.

(26) GROUP OF THIRTY, *Derivatives: practices and principles*, Washington DC, 1993.

operativo come segue: "the most important types of operational risk breakdowns in internal controls and corporate governance. Such breakdowns can lead to financial losses through error, fraud, or failure to perform in a timely manner or cause the interest of the bank to be compromised in some other way, for example, by its dealers, lending officers or other staff exceeding their authority or conducting business in an unethical or risky manner. Other aspects of operational risk include major failure of information technology systems or events such as major fires or other disasters" (27).

Queste definizioni peccano in eccesso in quanto comprendono sia i rischi controllabili sia quelli non controllabili, quali i disastri naturali e le azioni terroristiche.

Risulta necessario fare un passo indietro per meglio affrontare la definizione di rischio operativo.

Il rischio — in generale — consiste nella possibilità di subire una perdita. Questa è originata da un evento, la cui causa può essere divisa in due tipologie. La prima è attribuibile a fenomeni controllabili e la seconda a fenomeni non controllabili dovuti al caso o alla natura (terremoti, disastri naturali, recessioni economiche, incapacità del *management* ecc.).

Sulla base di questa fondamentale distinzione ed utilizzando gli studi eseguiti negli anni trenta da Shewhart (28), uno dei più importanti teorici della qualità dei controlli industriali, è stata proposta una definizione di rischio operativo focalizzata sui rischi misurabili e controllabili: "operational risk is the uncertainty of loss in the book value of the firm due failures in the manufacturing of the firm's goods and services" (29).

Applicando questa definizione al settore bancario, il rischio operativo rappresenta una tipologia di rischio assai ampia e consiste nel rischio di perdite causate da fenomeni patologici dei sistemi informatici (guasti, virus, errori di programmazione, ecc.), dei sistemi organizzativi (controlli inadeguati, smarrimento di documenti, violazione della riservatezza ecc.) e dei comportamenti umani (errori, frodi, ecc.).

(27) COMITATO DI BASILEA SULLA SUPERVISIONE BANCARIA, *Operational risk management*, Basilea, 1998.

(28) W.A. SHEWHART, *Economic control of quality of manufactured product*, 1980 (ristampa per il 50° anniversario), Quality Press, Milwaukee.

(29) J.L. KING, *Defining operational risk*, in *Algo research quarterly*, 1998, vol. 1, n. 2, p. 37.

Esempi di tali eventi sono:

- errori nel valutare i contratti;
- errori nelle quadrature (*reconciliation*);
- mancato rispetto delle regole di comportamento interne;
- mancato rispetto della normativa;
- rottura dei sistemi e delle infrastrutture di supporto;
- mancanza di adeguate procedure e controlli.

Nonostante l'ampiezza di tale definizione, rimangono escluse le perdite derivanti da disastri naturali, terrorismo, azioni legali, concorrenza, recessioni e ciclicità dei mercati, incapacità del *management*, le quali tutte non sono controllabili dall'azienda. Una tecnica disponibile per mitigare questo tipo di perdite può essere l'assicurazione.

Le perdite, invece, legate al *transaction processing* possono essere contenute dall'azienda attraverso l'adeguamento dei processi.

Le banche trattano giornalmente milioni di informazioni e documenti. Proprio per questo motivo, anche una piccolissima percentuale di disfunzioni ed errori si può tradurre in ingenti costi e perdite. È noto che i sistemi e le organizzazioni complesse richiedono un elevato livello di risorse umane e finanziarie a sostegno dell'operatività.

Gli operatori finanziari sono anche esposti al cosiddetto rischio sistemico (30), al rischio cioè che i sistemi di pagamento, di negoziazione elettronici, e di *clearing* non funzionino a regime causando ritardi o inadempimenti in massa. Anche questo rischio non rientra nella definizione da ultimo proposta, in quanto, pur essendo un rischio di *processing*, rimane esterno all'azienda.

#### 8. (segue): Il rischio legale.

Il rischio legale consiste nel rischio di perdite dovuto alla inadeguatezza della documentazione legale relativa ai contratti conclusi, alla invalidità, nullità, annullabilità, rescindibilità dei contratti conclusi, alla divergenza tra la volontà contrattuale delle parti e la realtà documentale, alla incertezza del quadro normativo presente

(30) Con il termine rischio sistemico si intende anche il rischio che l'incapacità di un partecipante al sistema dei pagamenti o al mercato finanziario di adempiere le proprie obbligazioni causi l'incapacità di adempiere di altri partecipanti. In pratica esprime il rischio di trasmissione a catena delle insolvenze. In tal senso il rischio sistemico rientra nella tipologia del rischio di credito.

in diversi paesi, alla incertezza del regime giuridico applicabile a complesse fattispecie e a contratti nuovi o a soggetti particolari (31).

L'incertezza giurisprudenziale, la confusione legislativa e la prolificità del legislatore accrescono i rischi di natura legale.

9. (segue): *Il rischio di reputazione.*

Il rischio di reputazione consiste nel rischio di perdite che l'azienda può subire quale conseguenza della pubblicità negativa, indipendentemente dal fatto che essa sia fondata o infondata, che sia causa di contenzioso, di perdita di quote di mercato, di perdita di clientela o di riduzione di entrate (32).

---

(31) Si pensi alla travagliata vicenda giudiziaria, molto nota nel mondo finanziario internazionale, relativa alle *local authorities* (enti locali) inglesi. Le banche che operarono in contratti swaps di interessi con tali enti subirono importanti perdite nel 1991 quando i contratti furono ritenuti invalidi (*void and unenforceable*), in quanto fu ritenuto che gli enti non avessero adeguati poteri statutari. La sentenza della *House of Lords* del 24 gennaio 1991 è pubblicata in *All England Report*, 1991, I, 545, e in *Foro it.*, 1992, 309, e in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, II, p. 433.

(32) FEDERAL RESERVE SYSTEM, *Framework for risk-focused supervision of large complex institutions*, New York, 8 agosto 1997, p. 17.





UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA «LA SAPIENZA»  
DIPARTIMENTO DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

10

# INTERESSE PUBBLICO E CONTROLLO DELLA FINANZA INNOVATIVA

*a cura di*

CLAUDIO ROSSANO - DOMENICO SICLARI



CEDAM

CASA EDITRICE DOTT. ANTONIO MILANI

2006

LO SVILUPPO DELLA FINANZA INNOVATIVA  
E I RISCHI COLLEGATI NELL'ANALISI DEL FENOMENO  
ECONOMICO DEI DERIVATI (\*)

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Contratti derivati e rischi. - 3. Le principali tipologie di contratti derivati. - 4. La dimensione dei mercati. - 5. Finalità e utilizzo dei contratti derivati. - 6. Profili di pubblico interesse per le autorità di vigilanza bancaria. - 7. La stabilità degli operatori. - 7.1. (*segue*): Le regole organizzativo-contabili. - 7.2. (*segue*): I requisiti patrimoniali. - 7.3. (*segue*): La trasparenza informativa. - 7.4. (*segue*): Le statistiche sui derivati. - 8. Il rischio reputazionale. - 9. Profili di interesse per le autorità di controllo sui sistemi di compensazione e regolamento. - 10. Le implicazioni per la politica monetaria: cenni. - 11. Conclusioni.

1. *Premessa.*

Nel corso degli ultimi trent'anni i mercati finanziari si sono fortemente integrati e sviluppati. Le cause di questo sviluppo sono da ascrivere a diversi fattori quali la rimozione dei vincoli al trasferimen-

---

(\*) Il presente lavoro riflette esclusivamente le opinioni degli autori e non intende, quindi, rappresentare posizioni ufficiali della Banca d'Italia. I paragrafi 2, 3, 5, 6, 7 e 8 sono stati curati da Michele Lanotte, i paragrafi 4, 9 e 10 da Guerino Ardizzi. La stesura della premessa e delle conclusioni è frutto di un lavoro congiunto. Desideriamo ringraziare Gerardo Coppola, Stefano De Polio, Leonardo Lacaia, Pietro Giammatteo, Pietro Mostaccio e Piero D'Illo nonchè un anonimo *referee* per i preziosi suggerimenti e i consigli forniti durante la stesura del presente lavoro.

to dei capitali, la creazione di aree di libero scambio, la crescita dimensionale di intermediari operanti su più mercati, la possibilità di utilizzare sistemi informativi sempre più potenti. La concorrenza tra intermediari che ne è derivata ha permesso la nascita di nuovi prodotti (derivati, obbligazioni strutturate, *covered bonds*, ecc.), di tecniche finanziarie (cartolarizzazioni normali e sintetiche, *project financing*, ecc.) e di intermediari (operatori di *private equity*, *hedge fund*, SPV, ecc.). L'interazione tra tutte queste variabili dà luogo a quel fenomeno che sia la letteratura sia la pubblicistica identificano tramite una sola espressione: «*finanza innovativa*».

Un posto di spicco nell'ambito di questo fenomeno va attribuito ai prodotti derivati. Si tratta di contratti il cui valore dipende (e quindi deriva) da quello di un'altra attività che costituisce il parametro di riferimento (cd. attività sottostante). Nati sul finire degli anni sessanta (1) del secolo scorso come strumenti destinati ad aiutare gli operatori per proteggersi dai rischi derivanti dalla propria operatività (2), questi prodotti sono stati, successivamente, utilizzati sempre più per finalità speculative o di arbitraggio sia da parte degli intermediari finanziari sia da parte delle imprese.

Secondo alcuni studiosi (3) la rapida crescita dell'operatività in derivati rappresenta una delle risposte adottate dalle banche - verso la metà degli anni ottanta del secolo scorso - per contrastare il calo di

redditività derivante dalla tradizionale attività di erogazione del credito. In questo modo le banche hanno accresciuto i profitti attraverso un aumento dei proventi derivanti dalla negoziazione di strumenti finanziari, tra cui i derivati, nonché delle commissioni incassate a fronte delle emissioni di prodotti strutturati (4) realizzate per conto della clientela. In realtà non può non osservarsi che l'innovazione di prodotto rappresentata dalla diffusione dei «derivati» fu dovuta - oltre a quanto testé affermato - anche alla presenza di un rilevante arbitraggio normativo in favore delle banche presente nella legislazione bancaria dell'epoca. In particolare, la disciplina prudenziale (5) non prevedeva il calcolo di un requisito patrimoniale a fronte dell'attività di negoziazione in strumenti derivati (6).

Tutto ciò ha comportato un enorme sviluppo sia per quanto riguarda la quantità dei valori intermediati sia per quanto riguarda la tipologia dei contratti.

È sufficiente avere presente a questo proposito che il valore nazionale - secondo i dati pubblicati dal Comitato di Basilea (7) - dei soli contratti derivati al di fuori dei mercati regolamentati (cosiddetti derivati *over the counter* - OTC) al dicembre 1990 era pari a 3.450 mld. di dollari. Tale valore al dicembre 2004 era aumentato a 248.288 mld. di dollari (inclusi i «*foreign exchange contracts*»). I derivati quotati

(4) I «prodotti strutturati» sono titoli composti da un normale strumento finanziario (esempio, un titolo di debito) denominato «contratto ospite» e da un contratto derivato.

(5) Afferma in proposito il Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (cfr. *La gestione delle esposizioni bancarie off-balance-sheet: una prospettiva di vigilanza*, in Banca d'Italia, Bollettino Economico, p. 26, 1986): «Una importante motivazione alla base di alcune innovazioni è stata rappresentata indubbiamente dall'elusione dei requisiti patrimoniali prudenziali, e ciò costituisce, evidentemente un aspetto di particolare rilievo per le autorità di vigilanza».

(6) Tale previsione normativa vedrà la luce solo verso la metà degli anni '90 attraverso l'emanezione da parte della Commissione Europea e del Comitato di Basilea di un apposita disciplina volta a definire il trattamento prudenziale delle attività di negoziazione.

(7) Cfr. Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, *International banking and financial developments*, anni 1996 ss. Cfr. anche A. ROSATI, *Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati*, Audizione del Funzionario Generale della Consob - Camera dei Deputati, 2005.

(1) Il primo contratto derivato fu negoziato nel 1972 presso il Chicago Board Exchange. Successivamente l'operatività fu estesa anche alle opzioni su titoli azionari. In realtà, con riferimento al mercato delle merci già nel 1882 presso la borsa merci di Le Havre iniziò ad operare una cassa di compensazione con funzioni simili a quelle che oggi svolge una clearing house in alcuni mercati dei derivati.

(2) Gli shock petroliferi avvenuti nei primi anni settanta nonché la rilevante crescita dei tassi di interesse e dei tassi di cambio sui mercati spinsero le imprese a trovare delle modalità per coprirsi da tali rischi.

(3) Secondo P.R. EDWARDS - F. S. MISHKIN, *The decline of traditional banking: implications for financial stability and regulatory policy*, in *FRBNY Economic Policy Review*, July 1995, l'aumento della concorrenza sul lato dell'attivo, costituito dalla rapida crescita del mercato dei *commercial paper* e dei *junk bonds*, ha ridotto notevolmente gli spread dei crediti erogati alla clientela corporate. Sul lato del passivo, invece, le banche hanno dovuto fronteggiare una concorrenza crescente dal momento che i depositanti hanno progressivamente indirizzato i propri risparmi verso investimenti più remunerativi.

erano nel 1990 pari a 2.290,4 mld. di dollari. Di questi, 2.054 mld. erano costituiti da futures e options. Al dicembre 2004, i futures su tassi di interesse erano pari a 18.903,4 mld. di dollari mentre le operazioni erano pari a 27.688,7 mld. di dollari.

Ancor più rapido è stato lo sviluppo dei derivati di credito. Nel 1997 - secondo le stime di alcuni operatori (8) - l'importo di questi contratti era pari a circa 70 mld. di dollari. Nel 2000 tale importo saliva a 1.000 mld. di dollari. Le prime statistiche ufficiali pubblicate dalla BRI (9) con riferimento a dicembre 2004 mostrano che i valori nozionali dei soli «*credit default swap*» sono pari a circa 9.130 mld. di dollari.

Per quanto concerne la tipologia dei contratti, invece, va osservato come l'evoluzione dell'ingegneria finanziaria e delle tecniche di *risk management* hanno progressivamente accresciuto la complessità dei nuovi strumenti di investimento, che richiedono elevate competenze specialistiche nella valutazione delle componenti di rischio-rendimento (10). A questo proposito va rilevato che mentre da un punto di vista giuridico la struttura di questi prodotti è rimasta pressoché inalterata (si è di fronte a dei normali strumenti finanziari) ben diversa è la situazione dal punto di vista dei rischi incorporati nei diversi schemi contrattuali. La grande flessibilità che caratterizza questi prodotti consente, infatti, la creazione di strumenti ai quali associare profili di rischio diversi che non è possibile invece trovare nei prodotti di tipo tradizionale (11) o che comunque sarebbe troppo costoso

(8) Si veda sul punto F. CAPUTO NASSETTI - G. CARPENZANO - G. GIORDANO, *I derivati di credito*, Milano, Giuffrè, 2001.

(9) Banca dei Regolamenti Internazionali, *OTC derivatives market activity in the second half of 2004*, maggio 2005. Cfr. anche A. ROSATI, *op. cit.*

(10) Si veda sul punto R. VIOLI, *Mercati dei derivati, controllo monetario e stabilità finanziaria*, Bologna, Il Mulino, 2000, p. 2 ss.

(11) Un esempio a questo proposito è rappresentato dai titoli «*reverse floater*». Si tratta di prodotti finanziariamente equivalenti a uno *zero coupon* e alcune opzioni su tassi di interesse. In questo caso il pagamento delle cedole è correlato in modo inverso all'andamento dei tassi di interesse. In pratica, il sottoscrittore di questi titoli vede aumentare il proprio flusso cedolare al diminuire dei tassi di interesse. In proposito si veda D. RULE - A. GARATT - O. RUMMEL, *Structured note markets: products, participants and links to subprime derivatives markets*, in *Financial Stability Review*, July 2004.

replicare utilizzando i valori mobiliari disponibili sul «mercato a pronti».

Il crescente utilizzo di questi strumenti nonché le rilevanti perdite (12) subite, sia da parte delle banche sia da parte delle società industriali, a seguito di errori gestionali, frodi, ecc., ha indotto le autorità di vigilanza operanti nei vari comparti dell'intermediazione finanziaria ad accrescere progressivamente il proprio interesse sul funzionamento e sui rischi insiti in tali prodotti. Ciò ha dato luogo a numerosi interventi da parte dei *regulators* che si sono sostanziati - in alcuni casi - nell'emanazione di provvedimenti normativi volti a disciplinare determinate attività, mentre in altri casi essi si sono limitati al monitoraggio dell'operatività per studiarne l'evoluzione e valutare l'impatto sulla stabilità degli operatori e dei mercati.

È importante avere presente che l'intervento regolamentare non discende da una visione negativa (13) del «fenomeno derivati» o dal fatto che le crisi che hanno colpito alcune società abbiano indotto a ritenere che si è di fronte a un «fallimento del mercato» come è avvenuto in passato quando si sono verificate grossi dissesti bancari (14). Afferma in proposito Stulz (15): «*Non si deve avere paura dei derivati in*

(12) Andando ad analizzare il rapporto tra perdite generate dall'utilizzo dei contratti derivati e attività svolta dalle società coinvolte è possibile osservare come nel settore commerciale è risultato immune. Importanti società attive a livello internazionale come Orange Country, Laker Airways, Metallgesellschaft, Procter and Gamble, Barings, Daiwa, Sumitomo, Natwest Market, Salomon Brothers, ecc. sono balzate agli onori della cronaca delle pagine finanziarie per le rilevanti perdite subite a seguito della propria operatività in derivati. Per una ricostruzione delle principali crisi si veda P. WILLCOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, Egea 2003, 409.

(13) Come ha affermato l'ex presidente della Federal Reserve Alan Greenspan, «*sebbene i benefici e i costi dei derivati sono oggetto di acceso dibattito la performance del sistema economico e finanziario negli ultimi anni suggerisce che i benefici sono stati notevolmente superiori ai costi*».

(14) La Federal Reserve negli Stati Uniti è nata in risposta alla crisi bancaria del 1907. Allo stesso modo la nascita della Banca d'Italia e l'emanazione della legge bancaria del 1936 sono la risposta del legislatore alle grandi crisi che colpirono il nostro sistema bancario a seguito dello scandalo della Banca Romana e del dissesto di alcune banche nel periodo successivo alla prima guerra mondiale.

(15) Cfr. R.M. STULZ, *Should we fear derivatives?*, in *NBER Working Paper n. 10574*, June 2004.

quanto strumenti finanziari. Le persone non hanno paura dell'aereo anche se sanno che può cadere. Essi non rifiutano di viaggiare e imbarcarsi a causa di quel rischio». A riprova di quanto affermato va rilevato che molte banche centrali utilizzano i derivati per coprire i rischi di tasso di interesse e di cambio derivanti dalla gestione delle riserve ufficiali<sup>(16)</sup> così come i governi utilizzano gli swap per gestire il debito pubblico.

Appare quindi lecito chiedersi come mai le autorità di vigilanza bancaria sono interessate in modo particolare all'operatività in contratti derivati. La risposta è semplice. Un'operatività non corretta in contratti derivati può avere effetti sia sulla stabilità dei mercati (ufficiali<sup>(17)</sup> e non ufficiali), sia su quella degli operatori finanziari (banche, sim, assicurazioni, fondi pensione, ecc.) e industriali. Inoltre, l'operatività in derivati rileva ai fini delle decisioni assunte dalle banche centrali per quanto concerne la politica monetaria, nonché per il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e regolamento (specie per quelli aventi rilevanza sistemica).

Questi tre aspetti regolamentari sono tra loro fortemente correlati. In particolare, il dissenso di un operatore - specie se si tratta di un intermediario di rilevanti dimensioni - può estendersi attraverso il «si-

(16) Si veda in proposito Banca d'Italia, *Relazione annuale per l'anno 2004*, parte IV.

(17) Ai fini del presente lavoro si è deciso di fare riferimento alla nozione di «mercato ufficiale» in luogo di quella più comune di «mercato organizzato». La differenza tra le due nozioni è data dal fatto che un «mercato ufficiale» è soggetto ad un sistema di vigilanza da parte di un'autorità pubblica mentre un «mercato organizzato» non è sottoposto ad un sistema di controllo ma è organizzato in base a norme condivise da tutti i partecipanti o stabilite dal soggetto che gestisce il mercato (ad esempio, il mercato TLX di proprietà di UniCredito Italiano). Per mercati ufficiali si intendono - in base alla disciplina prudenziale stabilita dal Comitato di Basilea e dalla normativa comunitaria - i mercati di cui agli artt. 61 e seguenti del TUF non-amente; 2) sono disciplinati da regole, emesse o approvate dalle autorità del paese di origine del mercato, che definiscono le condizioni operative, di accesso nonché quelle che un contatto deve soddisfare per essere efficacemente trattato; 3) hanno un meccanismo di compensazione il quale richiede che i contratti derivati siano soggetti alla costituzione di margini giornalieri che forniscono una protezione adeguata. Cfr. Banca d'Italia, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, Titolo IV, Capitolo 3, p. 4, Febbraio 2000.

stema dei pagamenti» ad altri soggetti che hanno in essere transazioni con quest'ultimo. Infatti, tali intermediari - a seguito dell'insolvenza - non sono più in grado di liquidare, nei tempi e nei modi stabiliti, le proprie posizioni in titoli o denaro innescando a loro volta un «effetto domino». Ciò può generare delle crisi di liquidità che richiedono l'intervento delle banche centrali le quali devono immettere fondi nel circuito di regolamento delle transazioni (cd. fase di *settlement*) per garantire la ripresa del corretto funzionamento del sistema dei pagamenti<sup>(18)</sup>.

Come precedentemente osservato i derivati sono oggi utilizzati sia dal sistema finanziario sia dalle imprese<sup>(19)</sup>. Nel corso di questo lavoro ci si concentrerà principalmente sull'operatività svolta dagli intermediari. Infatti, tali soggetti operano su questi mercati svolgendo diverse attività le quali danno luogo a differenti profili di rischio. In particolare, essi operano sia per conto proprio sia per conto della loro clientela. Nel primo caso - come vedremo meglio nei paragrafi successivi - rileva principalmente il profilo della stabilità e dell'ade-

(18) Un esempio di quanto affermato è rappresentato dal caso Barings. Nel 1995 la banca inglese Barings fallì a causa delle perdite accumulate da Nick Leeson - il responsabile della filiale di Singapore - a seguito di operazioni effettuate sui future sull'indice «NIKKEI 225» presso le borse di Osaka, Tokio e Singapore. Nel momento in cui le autorità di vigilanza dei mercati di Singapore e di Osaka si resero conto delle difficoltà in cui si trovava la Barings chiesero a tutti gli operatori che partecipavano al mercato di raddoppiare i margini che versavano a garanzia delle operazioni in essere. Molti intermediari si rifiutarono temendo che tali somme sarebbero state utilizzate per coprire le perdite della Barings. Fu necessario l'intervento dell'autorità di vigilanza di Singapore che garantì agli operatori che le somme aggiuntive sarebbero state utilizzate per ridare liquidità al sistema e non per coprire le perdite della banca inglese. Per una ricostruzione analitica dello scandalo si rinvia ad A. KUPRIANOV, *Derivatives Debacle*, Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly Review*, Vol. 81/4, 1995.

(19) L'utilizzo dei derivati da parte delle imprese è riconducibile a diverse finalità. Le più rilevanti sono rappresentate dalla necessità di coprirsi dalla variabilità dei tassi di cambio e dei tassi di interesse. Studi condotti negli Stati Uniti evidenziano che le imprese utilizzano i derivati per stabilizzare i rendimenti azionari oppure per ridurre il valore attuale delle proprie passività fiscali ovvero per accrescere il valore economico dell'impresa. Peraltro, negli ultimi anni le imprese hanno iniziato ad utilizzare i derivati anche per finalità marcatamente speculative. Sul punto si rinvia a R.M. STULZ, *Should we fear derivatives?*, in *NBER Working Paper* n. 10574, June 2004.

guatezza organizzativa degli intermediari. Nel secondo una maggiore enfasi deve essere posta con riferimento al rischio reputazionale e operativo.

La struttura del presente lavoro si articola come segue. Nel paragrafo 2 vengono descritti i rischi derivanti dall'utilizzo dei prodotti derivati; nel paragrafo 3 sono illustrati le principali tipologie dei contratti derivati finanziari e creditizi; nel paragrafo 4 viene effettuata un'analisi della struttura del mercato dei derivati a livello nazionale e internazionale; nei paragrafi da 5 a 8 sono illustrati i profili pubblici-stici dell'attività di controllo effettuate dalle autorità di vigilanza bancaria. Nel paragrafo 9 vengono analizzate i profili di interesse per le autorità che svolgono la funzione di sorveglianza sui sistemi di pagamento. Nel paragrafo 10, infine, si analizzano le connessioni tra la politica monetaria e i derivati.

## 2. Contratti derivati e rischi

La prima osservazione da cui si deve partire quando si discute di contratti derivati è che questi prodotti non generano rischi diversi da quelli tipici dell'intermediazione finanziaria. Al contrario, un corretto utilizzo di questi prodotti facilita la gestione dei rischi assunti da un'impresa in quanto essi consentono una più efficiente allocazione di quelli esistenti <sup>(20)</sup>.

I contratti derivati servono a gestire l'esposizione ai «rischi di mercato» o «di credito» che una banca (o un'impresa) assume nell'ambito della propria operatività.

In proposito, va osservato che già il rapporto <sup>(21)</sup> del Gruppo dei Trenta - pubblicato nel lontano 1993 - sui contratti derivati afferma:

<sup>(20)</sup> Afferma sul punto T. PADOA SCHIOPPA, *I prodotti derivati: profili di pubblico interesse*, in Banca d'Italia, Documenti n. 505, Novembre 1995, che «... i derivati non appartengono alla sfera del gioco d'azzardo, ma a quello dell'assicurazione, un campo dell'economia e della finanza senza il quale né la famiglia né l'impresa potrebbero prosperare».

<sup>(21)</sup> Global Derivatives Study Group, *Derivatives: Practices and Principles*, Group of Thirty, Washington DC, July 1993. Si tratta di uno dei primi e più rilevanti studi condotti a livello internazionale su questa tematica.

va che all'operatività in contratti derivati sono associati cinque tipologie di rischi:

- a) *rischio di mercato*: è il rischio di subire perdite a seguito di oscillazioni avverse delle variabili di mercato (tassi di interesse, cambi, prezzi, ecc.);
- b) *rischio di credito o controparte*: è il rischio che una delle due controparti fallisca e non adempia alla propria obbligazione contrattuale;
- c) *rischio operativo*: è il rischio di subire perdite derivanti da errori umani o procedurali o da inadeguatezze del sistema dei controlli interni;
- d) *rischio legale*: è il rischio che il contratto non sia riconosciuto valido o ammissibile dall'ordinamento o, qualora vi siano dei conflitti, non possa essere fatto valere nella giurisdizione competente;
- e) *rischio di liquidità*. Sul fronte dell'attivo (cd. «*market liquidity risk*»), il rischio di liquidità è rappresentato dalla difficoltà o dalla impossibilità per una banca di liquidare o compensare delle posizioni in derivati a prezzi di mercato a causa dello «scasso spessore» delle transazioni o della «*distruzione del mercato*». Sul lato del passivo, invece, il rischio di liquidità si manifesta attraverso il «rischio di provvista» (cd. «*funding risk*») ossia l'incapacità dell'intermediario di far fronte alle proprie obbligazioni al momento del regolamento di un contratto o l'impossibilità di versare margini di garanzia aggiuntivi nel caso di richiesta da parte di una controparte.

Finalità precipua dei derivati è quella di trasferire i rischi da soggetti che non intendono sopportare l'aleatorietà tipica di un determinato rischio insisto in uno strumento finanziario a operatori che invece sono disposti a gestire tale aleatorietà. In questo modo si agevola «l'efficiente allocazione dei capitali e la distribuzione dei rischi in una situazione caratterizzata da incertezza» <sup>(22)</sup>, in quanto si estende la gamma di strumenti a disposizione degli operatori per favorire le possibilità di arbitraggio attuali e prospettiche (cd. completezza dei mercati). Le nuove opportunità per la diversificazione dei rischi ten-

<sup>(22)</sup> Cfr. F. FRASCA, *Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati*, Audizione del Direttore Centrale dell'Area Vigilanza della Banca d'Italia, Camera dei Deputati, 16 dicembre 2004.

CRITERI DI CLASSIFICAZIONE	CATEGORIE DI PRODOTTI	
NATURA RISCHIO SOTTOSTANTE	DERIVATI FINANZIARI	DERIVATI DI CREDITO
FORMA CONTRATTUALE	FORWARD RATE AGREEMENT, FUTURE, SWAP, OPZIONI	CRED. SPREAD PRODUCTS CRED. EVENT PRODUCTS TROR
MERCATO DI NEGOZIAZIONE	DERIVATI NON QUOTATI (OVER THE COUNTER)	DERIVATI QUOTATI (EXCHANGE TRADED)
DINAMICA DEL RISCHIO	LINEARE	NON LINEARE
COMPOSIZIONE PRODOTTO	PLAIN VANILLA	STRUTTURATI
MODALITÀ REGOLAMENTO	PRODOTTI CON SCAMBIO DI CAPITALE	PRODOTTI SENZA SCAMBIO DI CAPITALE

dono, in sostanza, a «completare» i mercati finanziari, a ridurre i costi di transazione e di ricerca dell'informazione e a far selezionare alternative migliori a tutti gli operatori. Inoltre, i mercati dei derivati (cd. «mercati a termine») non sono disconnessi da quelli cd. «a pronti», dove vengono direttamente regolate le attività sottostanti entro tempi ristretti (in genere due o tre giorni). Anzi, secondo un processo che definiremmo circolare, lo sviluppo dei derivati è legato alla presenza di mercati sufficientemente liquidi, quindi efficienti; allo stesso tempo, gli strumenti derivati migliorano la gestione delle riserve liquide degli operatori e possono far flettere la domanda di liquidità (e relativi costi di detenzione) per fini speculativi, ad esempio riducendo l'incertezza sui flussi di pagamento legati al portafoglio «a pronti» (23).

### 3. Le principali tipologie di contratti derivati

Volendo individuare alcune caratteristiche generali (24) attraverso cui sia possibile individuare uno strumento derivato, indipendentemente dalla struttura giuridica del contratto, è possibile fare riferimento ai seguenti fattori: 1) i derivati richiedono un investimento iniziale piccolo o nullo; 2) il regolamento avviene a data futura; 3) il valore del derivato è correlato all'andamento di un parametro sottostante (titoli, merci, metalli preziosi, prodotti agricoli, ecc.).

I contratti derivati possono essere classificati secondo diverse modalità: 1) natura rischio sottostante; 2) forma contrattuale; 3) mercato di quotazione; 4) dinamica del profilo di rischio; 5) composizione del prodotto; 6) modalità di regolamento.

(23) Cfr. A. ROSSETTI A., in R. VIOLI (a cura di), *Mercati dei derivati, controllo monetario e stabilità finanziaria*, Bologna, Il Mulino, 2000, p. 101 ss.

(24) Sul punto si veda IAS 39, «Financial instruments: recognition and measurement», par. 9 nonché Banca d'Italia, Circolare n. 49, *Manuale per la compilazione della matrice dei conti*, AVV. GG., P. 8.

La prima classificazione fa riferimento alla tipologia di rischio al quale i derivati sono collegati. Sotto questo profilo i derivati si distinguono in «derivati finanziari» e «derivati su crediti».

I contratti derivati finanziari hanno per oggetto i «rischi di mercato» ossia mirano a gestire i rischi connessi - come si è precedentemente osservato - con le oscillazioni dei tassi di interesse, dei tassi di cambio, dei prezzi dei titoli di debito, di capitale e delle merci. In relazione allo specifico rischio di mercato cui fanno riferimento questi derivati vengono classificati (25) in «contratti derivati su titoli di debito e tassi di interesse», «contratti derivati su titoli di capitale», «contratti derivati su tassi di cambi e su oro», «contratti derivati su metalli preziosi» e «contratti derivati su altre merci».

La seconda tipologia di contratti derivati è costituita dai «derivati di credito». Si tratta di strumenti finanziari (26) attraverso i quali è possibile trasferire il rischio di credito sottostante una determinata at-

(25) Per semplicità espositiva si è utilizzato il criterio di classificazione dei derivati stabilito dal Comitato di Basilea ai fini del calcolo dei requisiti prudenziali.

(26) La direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 (cd. direttiva MIFID) ha definito attraverso l'allegato 1, sezione C, n. 8 - per la prima volta - i derivati creditizi come «strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito».

tività (cd. *reference obligation*) dal soggetto che acquista protezione (cd. *protection buyer*) al soggetto che vende protezione (cd. *protection seller*). La finalità della transazione è quella di gestire il rischio di credito associato ad un debitore (cd. *reference entity*) senza però procedere alla vendita della posizione. Attraverso questi strumenti è possibile separare i diritti derivanti dalla proprietà di uno strumento finanziario dai rischi ad esso associati. In pratica, ponendo in essere questa transazione il *protection buyer* acquista sul mercato finanziario una garanzia da parte del *protection seller*.

È infine opportuno richiamare ai fini della nostra analisi che, in questi ultimi anni, diversi operatori hanno iniziato a negoziare derivati collegati ai verificarsi di particolari eventi atmosferici (cd. *weather derivatives*) nonché derivati collegati al tasso di inflazione (cd. *inflation derivatives*) o ad altre variabili (swap di correlazione e di volatilità).

Una seconda modalità con la quale è possibile classificare i derivati è rappresentata dalla forma contrattuale. È questa la modalità più semplice ai fini di uno studio del «mondo derivati» ma sicuramente è anche la meno utile atteso l'elevato tasso di innovazione che caratterizza il mondo della finanza.

A tal proposito deve peraltro osservarsi che nonostante le numerose fattispecie negoziate su tutte le principali piazze finanziarie (fra, opzioni, swap, future, currency swap, collar, cap, corridor, ecc.) i derivati finanziari possono essere ricondotti a due tipologie contrattuali fondamentali: *forward rate agreement* (FRA) e opzioni.

Il contratto FRA è quello con il quale le parti si impegnano a versare o a riscuotere a una data prestabilita un importo determinato in base all'andamento di un indicatore di riferimento.

L'opzione è un contratto che attribuisce ad una parte (cd. holder) la facoltà (ma non l'obbligo), dietro il pagamento di un premio, di comprare (da) o vendere ad un altro soggetto (cd. emittente o writer) uno strumento finanziario ad un certo prezzo ad una certa data (o per tutto il periodo contrattuale) (27).

(27) L'opzione che dà il diritto ad acquistare uno strumento finanziario è definita *opzione call*, mentre quella che attribuisce all'acquirente il diritto a vendere è definita *opzione put*. Se il diritto a comprare/vendere può essere esercitato solo al-

La differenza fondamentale tra le due fattispecie è rappresentata dal fatto che nel FRA (e nei contratti ad esso riconducibili come, ad esempio, future (28) e IRS (29)) entrambi le parti sono obbligate a dover adempiere alla scadenza del contratto. Nelle opzioni (e nei contratti ad esso riconducibili come, ad esempio cap, floor, collar, ecc.) solo una delle due controparti deve adempiere all'obbligazione (l'emittente); l'altra, invece, ha il diritto di decidere se adempiere o meno alla previsione contrattuale.

È evidente quindi che la differenza fondamentale tra derivati di natura opzionale e derivati non opzionali concerne la struttura dei rischi sopportati e il rapporto utile/perdite. Nei contratti non opzionali la possibilità per le controparti di guadagnare/perdere è la medesima. Tecnicamente, ciò vuol dire che le posizioni sono «simmetriche». Nei contratti di natura opzionale la possibilità per le controparti di guadagnare/perdere è diversa. In particolare, l'acquirente di un'opzione non sa quanto potrà guadagnare al momento della stipula del contratto ma conosce in anticipo la perdita massima alla quale può andare incontro: essa è rappresentata dal premio pagato. Al contrario l'emittente l'opzione, a fronte di un guadagno certo (il premio incassato), è esposto ad una perdita certa (30) nel caso in cui il compratore dell'opzione decide di esercitare la propria facoltà di acquisto/vendita. Ciò vuol dire che le posizioni delle due parti sono «asimmetriche». Proprio per questo motivo il giocatore favorito deve pagare un premio.

la scadenza l'opzione è di «tipo europeo» mentre se tale facoltà è esercitabile in qualunque momento l'opzione è di «tipo americano».

(28) Il *future* è un contratto standardizzato con cui le parti si impegnano a scambiare a una data prestabilita determinate attività oppure a versare o a riscuotere un importo determinato in base all'andamento di un indicatore di riferimento. Il *future* ha la stessa struttura di un *forward rate agreement*. La differenza tra i due contratti è rappresentata dal fatto che il future è un contratto negoziabile solo in borsa - e pertanto è uno strumento facilmente liquidabile - mentre il FRA è un prodotto non standardizzato.

(29) L'*interest rate swap* è un contratto derivato, non standardizzato, con il quale le parti si impegnano a versare o a riscuotere a date prestabilite, pagamenti commisurati in base al differenziale di tassi diversi.

(30) Giova a questo punto rammentare che l'emittente di un'opzione call è potenzialmente esposto ad una perdita illimitata.



Come è facile intuire qualora un intermediario finanziario decida di avviare una operatività in contratti derivati, specie se di natura opzionale, deve possedere le necessarie professionalità nonché un'adeguata dotazione patrimoniale per fronteggiare le eventuali perdite derivanti da questa attività<sup>(31)</sup>.

La struttura contrattuale dei derivati di credito è - allo stato attuale - meno variegata di quella dei derivati finanziari tenuto conto anche che si tratta di prodotti relativamente «giovani». Nella prassi operativa è possibile individuare tre tipologie di contratti derivati su crediti.

La prima categoria è costituita dai contratti nei quali l'obbligo per il *protection seller* di adempiere all'obbligazione prevista dal contratto si ha al verificarsi di un determinato «*credit event*»<sup>(32)</sup>. Rientrano in questa categoria i «*credit default products*»<sup>(33)</sup> e le «*credit linked notes*»<sup>(34)</sup>.

(31) A causa del particolare tipo di payoff che caratterizza le opzioni, la normativa prudenziale emanata dai regolatori bancari prevede differenti metodologie di calcolo dei requisiti prudenziali caratterizzate da complessità crescenti che sono correlate all'operatività svolta dagli intermediari. Le opzioni, infatti, sono prodotti derivati il cui rischio di prezzo è difficilmente misurabile. In particolare, la normativa prevede tre differenti metodologie di calcolo: 1) approccio semplificato; 2) metodo delta-plus; 3) approccio di scenario. Le banche che operano esclusivamente su opzioni acquistate possono adottare l'approccio semplificato. Gli intermediari che, invece, emettono le opzioni devono utilizzare gli altri due metodi. Per approfondimenti si veda Banca d'Italia, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, Titolo IV, Capitolo 3, p. 28, Febbraio 2000.

(32) Il «*credit event*» è l'evento che, secondo quanto concordato dalle parti, determina l'obbligo da parte del *protection seller* di adempiere all'obbligazione prevista dal contratto. Esso può, ad esempio, verificarsi al momento del fallimento (*bankruptcy*) del debitore o a seguito di un determinato numero di mancati pagamenti (*failure to pay*).

(33) «*Credit default products*»: (CDP) è un contratto con il quale il «*protection seller*» assume il rischio di credito relativo a una determinata attività («*reference obligation*») dietro corresponsione di un premio da parte del «*protection buyer*». Il «*protection seller*» si impegna a pagare al «*protection buyer*», nel caso in cui si verifichi un «*credit event*», un importo pari: 1) al deprezzamento della «*reference obligation*» rispetto al suo valore iniziale («*cash settlement variable*»); 2) all'intero valore nozionale della «*reference obligation*» in cambio della consegna («*physical delivery*») della stessa o di altro strumento finanziario equivalente («*deliverable obligation*») indicato nel contratto; 3) ad un ammontare fisso predeterminato («*binary payout*»).

(34) «*Credit-linked notes*»: è un contratto assimilabile a titoli di debito emessi dal «*protection buyer*» o da una società veicolo, i cui detentori («*protection seller*») - in cambio di un rendimento pari alla somma del rendimento di un titolo (general-

La seconda categoria è costituita dai contratti nei quali l'obbligo per il *protection seller* dipende dall'andamento della *reference obligation*. Sono classificati in questa classe i prodotti «*credit spread*» come «*credit spread option*»<sup>(35)</sup> e «*credit spread swap*»<sup>(36)</sup>.

Infine, la terza categoria comprende i contratti nei quali il *protection seller* e il *protection buyer* si scambiano, rispettivamente l'ammontare dei flussi di cassa generati dalla *reference obligation* e i flussi di cassa collegati ad un tasso di interesse di mercato maggiorato o diminuito di un determinato spread. A differenza dei prodotti rientranti nella prima categoria lo scambio contrattuale non è subordinato al verificarsi di un «*credit event*». Rientra in questa categoria il *total rate of return swap* (TROR)<sup>(37)</sup>.

Con riferimento al mercato di quotazione i derivati (sia creditizi sia finanziari) si distinguono in contratti negoziati su mercati rego-

mente «*risk-free*» di pari durata e del premio ricevuto per la copertura del rischio di credito sulla «*reference obligation*» - assumono il rischio di perdere (totalmente o parzialmente) il capitale a scadenza ed il connesso flusso di interessi al verificarsi di un «*credit event*» relativo alla «*reference entity*».

(35) «*Credit spread option*»: è un contratto con il quale il «*protection buyer*» si riserva il diritto, dietro pagamento di un premio, di riscuotere dal «*protection seller*» una somma dipendente dalla differenza positiva tra lo «*spread*» di mercato e quello fissato nel contratto («*strike spread*») applicata al valore nozionale della «*reference obligation*».

(36) «*Credit spread swap*»: è un contratto con il quale il «*protection buyer*» acquisisce il diritto di riscuotere dal «*protection seller*», alla data di scadenza del contratto stesso, una somma corrispondente alla differenza positiva tra lo «*spread*» di mercato corrente a tale data e quello fissato nel contratto («*strike spread*») applicata al valore nozionale della «*reference obligation*» ed assume parallelamente l'obbligo di versare al «*protection seller*» il controvalore della differenza negativa tra i due «*spread*».

(37) «*Total rate of return swap*»: è un contratto con il quale il «*protection buyer*» (detto anche «*total return payer*») si impegna a cedere tutti i flussi di cassa generati dalla «*reference obligation*» al «*protection seller*» (detto anche «*total return receiver*»), il quale trasferisce in contropartita al «*protection buyer*» flussi di cassa collegati all'andamento del «*reference rate*». Alle date di pagamento dei flussi di cassa cedolari (oppure alla data di scadenza del contratto) il «*total return payer*» corrisponde al «*total return receiver*» l'eventuale apprezzamento della «*reference obligation*» (cioè un importo pari alla differenza positiva tra il valore di mercato e quello iniziale della «*reference obligation*»); nel caso di deprezzamento della «*reference obligation*» sarà invece il «*total return receiver*» a versare il relativo controvalore al «*total return payer*».

lamentati e derivati *over the counter*. Si tratta di una differenza fondamentale. La prima tipologia dà luogo a strumenti che hanno delle caratteristiche standard per quanto concerne l'importo del contratto, le modalità di regolamento dell'operazione, ecc.. Si tratta quindi di titoli estremamente liquidi quotati su mercati «spessi» dove il meccanismo di formazione dei prezzi è trasparente. La seconda peculiarità dei mercati regolamentati è rappresentata dal fatto che il contratto derivato non viene stipulato direttamente tra due controparti ma tra ciascuno intermediario e un'unica controparte centrale (cd. *clearing house*; cfr. *infra* par. 9). In questo modo, nel caso in cui una delle due parti sia insolvente, la clearing house interviene liquidando la posizione del soggetto inadempiente ed eliminando in questo modo il cd. «rischio di controparte».

È evidente che la presenza di una controparte centrale riduce notevolmente i rischi di una possibile crisi su questi mercati dal momento che il default di un operatore viene «sterilizzato» dalla presenza di questo soggetto. Conseguentemente i derivati negoziati su mercati regolamentati presentano un basso rischio di controparte. La minore rischiosità di questi prodotti è riconosciuta dalle autorità di vigilanza bancaria<sup>(39)</sup> le quali prevedono l'esclusione dal calcolo dei requisiti patrimoniali per *«i contratti derivati finanziari negoziati su mercati ufficiali aventi un meccanismo di compensazione il quale richiede che i contratti siano sottoposti alla costituzione di margini giornalieri che forniscono una protezione adeguata nonché per i contratti derivati su tassi di cambio (esclusi quelli in oro) di durata inferiore a 14 giorni»*.

Una situazione differente caratterizza i prodotti OTC i quali presentano la maggior parte dei contratti stipulati in tutti i mercati finanziari. In questo caso, le strutture sono costruite in base alle specifiche esigenze delle controparti che stipulano il contratto. Siamo di fronte a dei veri prodotti sartoriali ossia «*tailor made*». Si tratta, pertanto, di strumenti più costosi rispetto a quelli quotati in quanto non esiste un mercato specifico in grado di individuare automaticamente la controparte disposta ad accettare le condizioni proposte dal

<sup>(39)</sup> Si veda sul punto Banca d'Italia, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, Titolo IV, Capitolo 2, allegato B, Febbraio 2000.

compratore (o viceversa). Ciò ovviamente comporta la presenza di un mercato meno liquido rispetto a quello dei derivati quotati.

Infine, i prodotti OTC si caratterizzano per un elevato rischio di controparte. Infatti, nel caso in cui la parte debitrice del contratto risulta inadempiente alla scadenza non interviene un soggetto terzo simile alla clearing house che copre la posizione non regolata e garantisce il buon fine del settlement. Pertanto, il creditore qualora intenda dar corso ad una transazione simile a quella non andata a buon fine deve, innanzitutto, trovare una nuova controparte. Ciò potrebbe richiedere un costo anche elevato (cosiddetto costo di sostituzione) poiché le condizioni presenti sul mercato al momento del default possono essere significativamente diverse da quelle presenti al momento della stipula del derivato. Pertanto, gli intermediari più attivi - che negoziano giornalmente centinaia di contratti da cui possono derivare esposizioni creditizie di importo rilevante - possono subire significative perdite nel caso di default di un operatore avente rilevanza sistemica al punto da poter vedere messa in discussione la propria stabilità. Proprio per ridurre il rischio di controparte sui mercati OTC gli intermediari fissano dei limiti (in termini di esposizione massima giornaliera nonché di concentrazione, ecc.) alle esposizioni verso ogni singola controparte. In aggiunta, si provvede a sottoscrivere degli accordi volti a ridurre o comunque limitare tali esposizioni attraverso contratti di novazione<sup>(39)</sup> (o altri accordi di compensazione) ovvero mediante la prestazione di collateral in denaro o titoli.

<sup>(39)</sup> Secondo la normativa prudenziale (cfr. *Istruzioni di vigilanza per le banche*, Titolo IV, Capitolo 2, allegato B, Febbraio 2000) il rischio di credito sui contratti derivati può essere ridotto dai seguenti tipi di compensazione contrattuale: a) contratti bilaterali di novazione tra una banca e la sua controparte, in base ai quali le reciproche posizioni creditorie e debitorie sono automaticamente compensate in modo tale che con la novazione venga stabilito un unico importo netto e si dia quindi origine ad un unico nuovo contratto, giuridicamente vincolante, che si sostituisce ai contratti precedenti; b) altri accordi bilaterali di compensazione tra una banca e la sua controparte. Ovviamente, la possibilità di utilizzare gli strumenti di cui al punto b) presuppone il rispetto di alcuni requisiti ed è subordinata alla preventiva autorizzazione dell'organo di vigilanza. Gli accordi di netting sono ammessi da un punto di vista regolamentare solo con riferimento ai derivati finanziari. Sono, invece, esclusi gli accordi concernenti i derivati di credito in quanto tali contratti non sono rientrano tra gli strumenti finanziari ai sensi dell'art. 1 del testo unico della finanza.

Una quarta modalità con la quale è possibile classificare i derivati concerne la dinamica del rischio. Da questo punto di vista i contratti si distinguono in «prodotti lineari» e «prodotti non lineari». I prodotti lineari (future, swap, fra, ecc.) sono quelli in cui la variazione dell'attività sottostante comporta una variazione proporzionale del valore del derivato. Al contrario, nei prodotti non lineari (opzioni) la variazione del derivato non è proporzionale a quella dell'attività sottostante. Essa è di norma più ampia. Come è facilmente intuibile, questa seconda tipologia di contratti è particolarmente rischiosa in quanto a piccola variazione nel valore del sottostante può comportare rilevanti utili o perdite per una delle due controparti. L'operatività in prodotti non lineari deve quindi essere effettuata da operatori qualificati in quanto comporta la necessità di dover prezzare (al momento della sottoscrizione del contratto) e valutare, successivamente, prodotti complessi.

Per quanto concerne la struttura del prodotto i derivati si distinguono in contratti standard (cd. *plain vanilla*) e contratti strutturati. I contratti standard sono i derivati di prima generazione (future, swap, opzioni, ecc.) ossia forme contrattuali semplici e ormai conosciute sui tutti i mercati finanziari. I prodotti strutturati sono, invece, contratti complessi ossia titoli nati dalla combinazione di più derivati «*plain vanilla*» (ad esempio, swaption<sup>(40)</sup>) oppure dall'unione di un titolo obbligazionario e di un derivato sia esso di natura finanziaria (ad esempio, *reverse convertible*<sup>(41)</sup>, ecc.) o creditizia (*credit linked note*).

Infine, per quanto riguarda le modalità di regolamento, i derivati possono essere distinti in contratti che prevedono il regolamento con o senza scambio di capitale. Nel primo caso, alla scadenza convenuta le due controparti provvedono allo scambio del capitale tramite la

<sup>(40)</sup> È un contratto derivato composto da un'opzione e un IRS.

<sup>(41)</sup> Si tratta di titoli che abbinano a uno strumento di debito di tipo tradizionale un'opzione *put*, esercitabile alla scadenza dall'emittente nei confronti del sottoscrittore, su una quantità predefinita di un'attività finanziaria o di un parametro di largo mercato, a un prezzo anch'esso prestabilito. In pratica, il sottoscrittore del titolo a fronte di un interesse maggiore rispetto ad altri titoli aventi le medesime caratteristiche (durata, tasso di interesse, ecc.) concede all'emittente del «reverse» la possibilità di decidere se - a scadenza - rimborsare in contanti ovvero tramite un ammontare stabilito di titoli predefiniti.

consegna dell'attività finanziaria sottostante (cd. *physical delivery*). Nel secondo caso, alla data convenuta le parti provvedono a regolare la transazione mediante la liquidazione dei differenziali o margini calcolati su un capitale che funge da mera base di riferimento (cd. *valore nozionale del derivato*). Sempre con riferimento al profilo del regolamento i derivati sono a loro volta distinti in contratti pluriflusso (ad esempio gli IRS) o monoflusso (ad esempio, FRA, opzioni, future). I primi prevedono la liquidazione dei differenziali o margini in più scadenze, mentre i secondi regolano l'operazione mediante la liquidazione di un solo flusso di pagamenti.

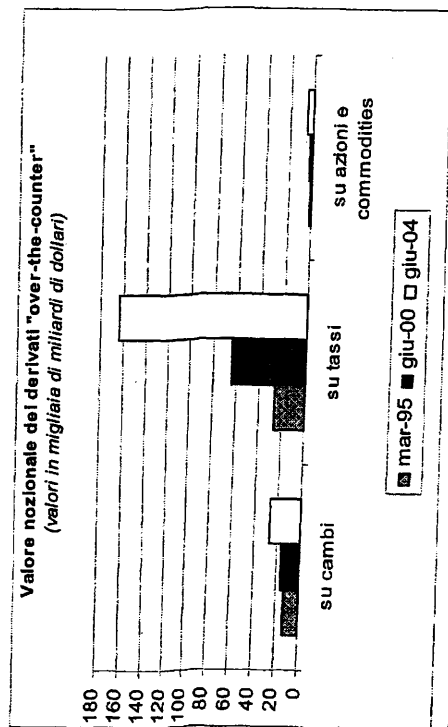
#### 4. La dimensione dei mercati

Come si è affermato precedentemente, nel corso degli ultimi venti anni si è assistito ad un enorme sviluppo dell'operatività in derivati. Tra gli indicatori più utilizzati - anche se non rilevanti ai fini della quantificazione del rischio effettivamente sopportato dagli intermediari - per valutare lo sviluppo e l'operatività del mercato in questione si rileva il cd. «*valore nozionale*», che rappresenta, come abbiamo visto, il valore contrattuale delle transazioni.

Dalla fig. 1 emerge la rilevante crescita del mercato dei derivati finanziari (e di quelli di credito) nell'ultimo decennio. Circa 200 mila miliardi di dollari di valore nozionale a metà 2004, contro appena 41 a marzo 1995. Tra gli strumenti più diffusi troviamo senz'altro i derivati su tassi, soprattutto swaps e opzioni, la cui dinamica è stata particolarmente sostenuta con tassi di sviluppo del mercato di oltre il 22 per cento all'anno; dal giugno 2000 in soli quattro anni il valore è più che raddoppiato, fino ad arrivare a 165 mila miliardi di dollari scambiati nei paesi del G-10. Anche i derivati di credito (non ricompresi nella figura) hanno sperimentato un rapido sviluppo negli ultimi tempi. Dai dati disponibili per il G-10 (Indagine ad hoc della BRI) l'ammontare delle negoziazioni (valori nozionali) ha raggiunto i 4,5 mila miliardi di dollari<sup>(42)</sup>.

<sup>(42)</sup> In Italia il dato sfiora gli 87 miliardi di dollari a fine 2003. Sul punto si veda F. FRASCA, *op. cit.*, 2004.

FIGURA 1:

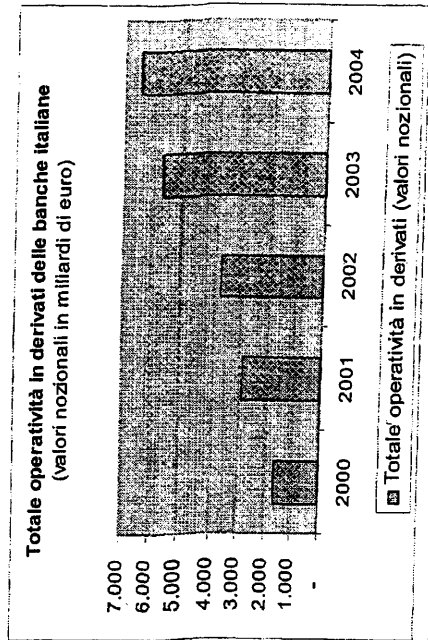


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali. Esclusi i «foreign exchange contracts».

Gli operatori *over-the-counter* sono essenzialmente grandi banche e il settore è molto concentrato da un punto di vista di volumi scambiati<sup>(43)</sup>. Ciò è vero anche a livello nazionale: in Italia, ad esempio, i primi 3 gruppi bancari detengono circa il 70 per cento del totale dei derivati del sistema bancario. Analogamente a quanto visto per i mercati internazionali (fonte BRI), nella fig. 2 illustriamo l'andamento del valore nozionale a fronte di prodotti derivati gestiti da banche italiane negli ultimi anni: dal 2000 al 2004, l'operatività in prodotti derivati è quintuplicata (da 1,6 a 6,4 mila miliardi di euro).

(43) Cfr. R. VIOU, *op. cit.*, 12.

FIGURA 2:



Fonte: Banca d'Italia, segnalazioni di vigilanza.

### 5. Finalità e utilizzo dei contratti derivati

L'operatività in contratti derivati non è nata nel mondo dell'intermediazione finanziaria bensì in quello mercantile<sup>(44)</sup>. Oggi, però i grandi protagonisti su questo mercato sono gli intermediari bancari e finanziari.

L'operatività in contratti derivati da parte degli intermediari persegue varie finalità: 1) negoziazione (o trading); 2) copertura (o hedging) dei rischi derivanti da altre poste presenti nel bilancio (attività, passività altri contratti derivati); 3) riduzione del capitale economico e regolamentare.

L'operatività di trading consiste nell'acquistare e vendere contratti derivati al fine di conseguire un profitto attraverso l'attività di «mar-

(44) Già nel diciassettesimo secolo dei contratti assimilabili alle opzioni erano negoziati in Olanda per quanto riguarda il commercio dei tulipani, mentre in Giappone esistevano dei contratti assimilabili ai future per quanto riguarda il mercato del riso.

*ket making*», di arbitraggio o l'assunzione di posizioni speculative. Di norma questa tipologia di intermediazione viene effettuata da operatori di grandi dimensioni o da realtà (anche se piccole) specializzate in questo particolare settore. L'attività di «*market making*» consiste - specie per quanto riguarda il settore OTC - nel quotare sia in acquisto sia in vendita il prezzo (o un'altra variabile, ad esempio la volatilità) di un determinato contratto in modo da dare liquidità al mercato e diventare così un punto di riferimento per tutti gli altri intermediari. La differenza tra il prezzo di acquisto/vendita (cd. *bid-ask spread*) rappresenta il profitto del market maker.

L'attività di arbitraggio, invece, mira a conseguire un profitto sfruttando le differenze di prezzo che si creano tra diversi mercati con riferimento allo stesso prodotto.

L'assunzione di posizione speculative (cd. *position taking*) consiste nell'assumere preventivamente una determinata posizione con riguardo all'andamento del mercato.

Le operazioni di copertura hanno, invece, l'obiettivo di eliminare o ridurre i rischi derivanti da attività e passività per cassa e fuori bilancio poste in essere sia per finalità di negoziazione<sup>(45)</sup> (d'ora in poi anche trading book) sia per stabile investimento (d'ora in poi anche banking book). Attraverso le varie strategie di hedging<sup>(46)</sup> ogni operatore mira a massimizzare il proprio valore economico. Ad esempio, attraverso gli swap le banche coprono il rischio di tasso di interesse sui mutui erogati alla clientela oppure sulle obbligazioni emesse. Mediante la stipula di un TROR o l'acquisto di un credit default swap una banca copre il rischio di credito insito in un finanziamento erogato in favore di una società industriale.

Affinché un'operazione possa essere definita di copertura - sia a fini di bilancio sia ai fini di vigilanza prudenziale - deve rispettare

(45) In base a tale previsione un contratto derivato può essere destinato a coprire anche attività o passività di trading.

(46) I gruppi bancari di grande dimensione costituiscono, generalmente, appositi «desk» oppure società ad hoc il cui compito è quello di «vendere» la copertura a tutte le società del gruppo a fronte delle operazioni poste in essere da queste ultime nell'ambito della propria operatività. Tale soluzione organizzativa permette, da un lato, di conseguire economie di scala, e, dall'altro, un più facile monitoraggio dei rischi assunti dal gruppo.

determinati requisiti<sup>(47)</sup>. In particolare, è richiesto che: 1) il soggetto che pone in essere l'operazione abbia l'intento di effettuare la copertura; 2) vi sia una correlazione (importo, scadenza, profilo di rischio) tra l'attività coperta (cd. *hedge item*) e il derivato usato per finalità di copertura (cd. *hedging instrument*); 3) la finalità dell'operazione emerga in modo chiaro dalla documentazione aziendale (ad esempio, una delibera del consiglio di amministrazione o del comitato finanza).

Nella scelta della strategia di hedging un intermediario può decidere di coprire uno oppure più profili di rischio contemporaneamente (ad esempio si può coprire il rischio di tasso di interesse di un titolo di debito oppure il rischio di credito e di cambio di un mutuo).

Infine, la copertura può essere di tipo «generico» oppure di tipo «specifico». Nel primo caso attraverso il contratto derivato l'intermediario copre un insieme di attività o di passività (ad esempio, un portafoglio di titoli e mutui). Nel caso di copertura specifica o (microhedging) il derivato è destinato a compensare gli utili o le perdite generate da una specifica posta del bilancio o da un insieme omogeneo di attività e passività (ad esempio un insieme di titoli o di crediti).

La terza finalità che le banche perseguono attraverso l'utilizzo dei derivati è quello di ridurre i requisiti patrimoniali a fronte sia del rischio di mercato sia del rischio di credito. Come noto, la normativa di vigilanza prudenziale prevede l'obbligo per gli intermediari di accantonare una determinata quantità di capitale (cd. requisiti patrimoniali obbligatori) a capitale regolamentare) a fronte delle operazioni poste in essere (nel caso che si sta analizzando, i contratti derivati

(47) Un'operazione fuori bilancio» è considerata di «copertura» quando: a) vi sia l'intento della banca o dell'ente finanziario di porre un tale «copertura»; b) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenze, tasso di interesse, ecc.) delle attività/passività coperte e quelle del contratto «di copertura»; c) le condizioni di cui alle precedenti lettere a) e b) risultino documentate da evidenze interne della banca o dell'ente finanziario. Si veda sul punto Banca d'Italia, Circolare n. 166, «Il bilancio delle banche schemi e regole di compilazione», p. 1.5.3. Tali regole - a seguito dell'introduzione dei principi contabili internazionali - sono destinate a diventare ancora più stringenti (ad esempio, per quanto riguarda la misurazione dell'efficacia della copertura). Si veda sul punto IAS 39, «Financial instruments: recognition and measurement», paragrafi 87 e ss.

negoziati con i terzi). È quindi evidente, che nel compiere le scelte allocative, l'obiettivo delle banche è quello di individuare: a) investimenti che, a parità di capitale regolamentare assorbito, offrano rendimenti maggiori; b) strumenti e tecniche finanziarie che, a parità di rischio, riducano l'assorbimento patrimoniale.

In particolare, il grande sviluppo dei derivati creditizi è imputabile al fatto che l'acquirente di protezione riduce i propri rischi attraverso l'acquisizione della garanzia rilasciata dal protection seller<sup>(48)</sup>. In questo modo si libera capitale regolamentare che può essere destinato ad altri investimenti. Attraverso l'acquisto di un credit derivative un operatore può quindi - successivamente all'erogazione di un prestito alla propria clientela - decidere di rifocalizzare il proprio business cedendo il rischio ma senza interrompere la relazione fiduciaria con il cliente. È questa una novità importante che riverbera i suoi riflessi sulla gestione corrente e, in particolare sulla relazione «banca-clientela». Come è stato notato in letteratura<sup>(49)</sup> il modello «*buy and hold*» tipico delle banche tradizionali comincia ad evolversi verso un sistema dove i prestiti sono considerati - almeno dalle banche<sup>(50)</sup> di

<sup>(48)</sup> Immaginiamo che una banca eroghi un prestito di 100 a un'impresa industriale alla quale è associata - in base alla vigente normativa prudenziale - un fattore di ponderazione pari al 100%. Il requisito patrimoniale a fronte di tale attività di rischio è pari a 8 (100\*100%\*8%). Se la banca acquista protezione tramite un credit derivative venduto da un'altra banca può sostituire il fattore di ponderazione 100% con 20%. Conseguentemente, il requisito patrimoniale è pari a 1,6 (100\*20%\*8%). L'acquisto di protezione comporta, dunque, un risparmio patrimoniale pari a 6,4 (8 - 1,6).

<sup>(49)</sup> Si veda sul punto Arping S. *Playing hardball: relationship banking in the age of credit derivatives*, in FAME - International Centre For Financial Asset Management An Engineering, Research Paper n. 49, May 2002. In particolare, Arping ritiene che la progressiva diffusione dei credit derivatives inciderà sulle modalità di controllo del rischio di credito delle banche dando luogo a possibili forme di arbitraggio. In particolare, l'autore ritiene che se la durata contrattuale dei credit derivatives è superiore a quella dell'asset coperto allora l'incentivo della banca a monitorare il proprio credito si riduce poiché nel caso di default l'intermediario si può rivolgere al venditore di protezione e recuperare il proprio denaro. Proprio per evitare tali distorsioni la normativa prudenziale elaborata dai regulators prevede il rispetto di specifiche condizioni per utilizzare i credit derivatives ai fini della riduzione del rischio di credito.

<sup>(50)</sup> Si veda sul punto Banca Centrale Europea, *Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*, May 2004, p. 9.

grandi dimensioni - strumenti negoziabili alla stregua di qualunque attività finanziaria.

I derivati di credito presentano diversi vantaggi anche per i venditori di protezione i quali acquisendo il rischio di credito ceduto dal protection buyer possono accedere a nuovi mercati. Inoltre, la vendita di protezione<sup>(51)</sup> può rappresentare una modalità di funding conveniente per alcuni operatori (ad esempio, hedge fund) il cui costo della raccolta sul mercato è troppo alto.

In definitiva, tutto il sistema finanziario beneficia dello sviluppo di questi prodotti dal momento che l'offerta di credito destinata al finanziamento del settore reale aumenta.

#### 6. Profili di pubblico interesse per le autorità di vigilanza bancaria

Una volta analizzate le modalità di funzionamento dei contratti derivati nonché le finalità con cui questi strumenti sono negoziati è facile capire perché le autorità di vigilanza bancaria hanno nel tempo accresciuto la loro attenzione su questi prodotti e sull'utilizzo che gli operatori ne fanno.

L'operatività in derivati è particolarmente complessa e, come abbiamo precedentemente osservato, richiede adeguate professionalità in grado di saper valutare l'effettivo rischio sotteso a questi strumenti. L'incapacità, l'errore umano e procedurale o, peggio ancora, una frode da parte di un dipendente possono avere effetti rilevanti sulla stabilità dei singoli operatori e attraverso l'effetto contagio, generato dalla propagazione delle insolvenze a causa del rischio di controparte insito nei derivati OTC, estendere l'instabilità a tutto il mercato. Inoltre, le perdite generate da tale operazioni minano la fiducia dei risparmiatori in ordine alla capacità delle banche di saper gestire in modo efficiente tali rischi (cd. rischio reputazionale).

Nel corso degli anni '80 e '90 numerosi grandi operatori sia di matrice bancaria sia di matrice industriale hanno dovuto registrare rilevanti perdite a fronte dell'operatività in derivati che in alcuni casi han-

<sup>(51)</sup> Sulle diverse opportunità di utilizzo dei derivati di credito si rinvia a J. KIFF - R. MORROW, *Credit Derivatives*, in *Bank of Canada Review*, Autumn 2000.

Nella maggior parte dei casi le perdite registrate sono state generate da carenze nel sistema dei controlli interni<sup>(54)</sup> ovvero dalla presenza di professionalità non adeguate, sia a livello operativo sia a livello di top management, le quali non sono state in grado rispettivamente di gestire le operazioni e comprendere il profilo di rischio al quale l'azienda era esposta. Molte delle crisi registratesi hanno riguardato contratti derivati semplici (cd. plain vanilla) spesso anche quotati su mercati regolamentati.

Inoltre, l'operatività in derivati può avere degli effetti anche per quanto riguarda il rapporto «banca-clientela». In proposito va ricordato che alcuni intermediari - negli anni passati - sono stati coinvolti in una serie di controversie legali promosse da imprese e da risparmiatori a seguito delle perdite subite da quest'ultimi a causa della stipula di contratti derivati. Spesso agli operatori è stata contestata l'opacità del funzionamento dei prodotti nonché la scarsa informatività fornita ai clienti sui rischi effettivamente sopportati<sup>(55)</sup>.

L'analisi effettuata evidenzia, quindi, che i derivati presentano profili di rischio rilevanti da un punto di vista pubblicitario. A tale proposito va ricordato che la VI Commissione della Camera dei Deputati ha avviato nel settembre 2004 una «*Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione ai: strumenti derivati finanziari*» per verificare, le dimensioni del fenomeno nell'ambito del mercato na-

(54) Se si analizza il caso Barings si osserva che la maggior parte delle regole di buona organizzazione che devono essere implementate in una banca erano state completamente disattese. La commissione di inchiesta costituita dopo lo scandalo aveva individuato almeno nove segnali di allarme che avrebbero dovuto allertare il consiglio di amministrazione. Ad esempio, Leeson in qualità di capo della filiale era responsabile sia dell'attività di trading sia dell'attività di back office; inoltre il rapporto rischio/rendimento delle attività di Leeson non era in linea con i benchmark di mercato. Infatti, i rischi assunti dalla filiale erano decisamente modesti se paragonati agli utili fatti registrare dal desk guidato da Leeson.

(55) Un esempio emblematico è rappresentato dall'azione legale promossa dalla Procter & Gamble contro Bankers Trust a seguito della stipula nel novembre del 1993 di alcuni contratti di swap che avevano generato una perdita di 195,5 mln. di dollari. Secondo la «Procter», al momento della strutturazione dell'operazione, la banca non aveva illustrato correttamente tutti i rischi insiti nell'operazione. La controversia legale si è conclusa successivamente nel 1996 attraverso una soluzione extragiudiziale che ha determinato il pagamento da parte della Procter di «soli» 30 mln. di dollari, un valore pari ad un terzo della cifra reclamata da Bankers Trust.

no portato al fallimento della società (si pensi al caso Barings<sup>(52)</sup>).

Crisi bancarie e perdite generate dai derivati:

1994	SALOMON BROTHERS	\$ 364 MLN
1995	BARINGS	\$1,4 MLD
1995	DAIWA	\$ 1,1 MLD
1996	SUMITOMO	\$ 2,6 MLD
1997	NATWEST	£ 90 MLN
1998	LTCM <sup>(53)</sup>	\$ 4,6 MLD
2004	N. AUSTRALIA BANK	A\$ 180 MLN
2004	CITIGROUP	\$ 15 MLN

(52) Al momento del crack presso la borsa di Osaka la Barings aveva 17.000 contratti aperti e aveva depositato margini di garanzia presso la clearing-house per 33,4 mld. di yen. La perdita complessiva generata dall'operazione fu pari a 927 mln. di sterline (pari a circa 1,4 mld. di dollari). Includendo i costi della liquidazione la perdita complessiva era ben lontana dal capitale della Barings che era pari a soli 400 mln. di sterline. La banca olandese ING acquistò la Barings per una sterlina e procedette ad una ricapitalizzazione di 660 mln. di sterline. Sul punto si rinvia ad A. KUPRIANOV, *Derivatives Debacles*, Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly Review*, 1995.

(53) Il Long Term Capital Management era un hedge fund. Pur non essendo una banca si è deciso di richiamare nella tabella tale dissetto a causa del rilevante ruolo che le autorità di vigilanza bancaria hanno avuto nel salvataggio di tale fondo e dei provvedimenti regolamentari che sono stati prodotti a seguito di tale evento. È sufficiente richiamare a questo fine il fatto che il 31 luglio 1998 il LTCM aveva attività finanziarie per 125 miliardi di dollari americani. Tali investimenti erano finanziati con «solo» 4,1 miliardi di dollari di capitale. Il resto della provvista era costituito da finanziamenti ricevuti da terzi (banche, società private, ecc.). Al momento del crack, secondo alcune stime, sui libri del fondo erano registrati contratti derivati per un valore nominale che superava i 1000 miliardi di dollari. Per salvare il LTCM dal crack la Federal Reserve di New York organizzò un intervento che richiese l'intervento di quindici banche (12 americane e tre europee) le quali effettuarono un'iniezione di capitale per 3,6 miliardi di dollari in cambio del 90% del fondo e la creazione di un comitato di sorveglianza. In proposito si veda Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, *Sound Practices for Bank's Interactions with Highly Leveraged Institutions*, January 1999, Financial Stability Forum, *Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions*, April 2000; *Progress in Implementing the Recommendations of Working Group on Highly Leveraged Institutions*, May 2001, e *The FSF Recommendations and Concerns Raised by Highly Leveraged Institutions: An Assessment*, March 2002. Per una ricostruzione del dissetto si veda P. JORION, *Risk Management lessons from Long-Term Capital Management*, Working Paper SSRN, 1999.

zionale, le modalità con cui operano gli intermediari, il livello di informazione assicurata ai soggetti acquirenti, i possibili conflitti di interesse sussistenti in capo ai soggetti collocatori ecc. <sup>(56)</sup> L'indagine ha visto il coinvolgimento di tutti i principali attori del sistema finanziario (Banca d'Italia, Consob, Confindustria, ABI, ecc.).

Per quanto attiene alla normativa di vigilanza bancaria i derivati presentano due importanti profili di rischio. Il primo riguarda la stabilità degli operatori; il secondo concerne la trasparenza delle condizioni contrattuali specie per quanto riguarda i piccoli risparmiatori.

Di seguito si analizzano gli strumenti regolamentari con le quali le autorità governano tali rischi.

### 7. La stabilità degli operatori

Il profilo pubblicistico della stabilità rileva sia in senso micro (stabilità del singolo operatore) sia in senso macro (stabilità di tutto il sistema). Come è facile intuire si tratta di due facce della stessa medaglia. La stabilità del sistema può essere perseguita solo attraverso la solidità di tutti gli operatori che vi partecipano.

Questa finalità viene perseguita attraverso vari strumenti: 1) norme che impattano sul processo organizzativo-contabile degli operatori; 2) regole di calcolo sempre più precise per quanto riguarda i requisiti patrimoniali; 3) aumento della disclosure fornita al mercato; 4) rafforzamento delle statistiche riguardanti i contratti derivati.

#### 7.1. (segue): Le regole organizzativo-contabili

Per quanto concerne le regole organizzativo-contabili va osservato come nel corso degli anni novanta <sup>(57)</sup> le autorità di vigilanza di vari

<sup>(56)</sup> Si legge nel testo della deliberazione con cui è stata costituita la Commissione che è necessario che «... il Parlamento avvii, attraverso una indagine conoscitiva in materia, una serie di approfondimenti su una tematica che appare di tutta evidenza particolarmente complessa e i cui risvolti meritano di essere attentamente valutati per il crescente rilievo che tali strumenti hanno ormai assunto anche nel mercato nazionale...». Il testo della deliberazione è disponibile sul sito [www.confapi.org](http://www.confapi.org).

<sup>(57)</sup> Sul punto si rinvia a: Canadian Deposit Insurance Corporation, *Standards*

paesi hanno emanato una serie di provvedimenti volti a disciplinare il sistema dei controlli interni degli intermediari specie per quanto riguarda il comparto in esame <sup>(58)</sup>. Nel nostro ordinamento la Banca d'Italia <sup>(59)</sup> ha emanato, sulla base delle delibere del CICR <sup>(60)</sup>, un'aperta normativa in materia di controlli interni.

Per i regolatori, il «sistema di controllo interno» (d'ora in poi, anche SCI) è formato dalle regole e dai processi che disciplinano le norme di funzionamento dell'organizzazione al fine di assicurare il rispetto delle strategie aziendali. La realizzazione dello SCI persegue quattro obiettivi: 1) migliorare l'efficacia e l'efficienza dei processi aziendali; 2) salvaguardare il valore delle attività ed evitare perdite; 3) assicurare l'affidabilità e l'integrità delle informazioni contabili e gestionali; 4) garantire la conformità delle operazioni effettuate con la legge e i regolamenti.

Nel realizzare lo SCI tutte le componenti aziendali devono essere coinvolte. In particolare, il consiglio di amministrazione <sup>(61)</sup> deve definire e successivamente aggiornare le strategie generali in materia di SCI, nonché verificare che il top management implementi le scelte. All'organo esecutivo (direttore generale e/o amministratore delegato) nonché l'alta dirigenza munita di poteri delegati e che svolge funzioni di gestione) è demandato il compito di implementare le scelte adottate dal consiglio. Infine, al collegio sindacale (o all'organo equi-

*of Sound Business and Financial Practices: internal control*, August 1993; European Monetary Institute, *Internal control systems of credit institutions*, July 1997; Bank of England, *Banks internal controls and the section 39 process*, February 1997.

<sup>(58)</sup> Con riferimento alla tematica dei derivati si rinvia a: Banque de France, *The derivative markets in France*, Banque de France, Bulletin Digest n. 2, February 1994; Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, *Risk management guidelines for derivatives*, July 1994; Comitato di Basilea per la Vigilanza bancaria, *Prudential supervision of banks' derivatives activities*, December 1994.

<sup>(59)</sup> Banca d'Italia, *Istruzioni di Vigilanza per le banche*, Titolo IV, Capitolo 11, Aprile 1999.

<sup>(60)</sup> Si tratta della delibera del CICR del 2 agosto 1996 in materia di organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni.

<sup>(61)</sup> In quest'ambito per consiglio di amministrazione si intende, oltre all'organo consultivo, anche il comitato esecutivo ovvero altri organi collegiali delegati. Cfr. Banca d'Italia, *Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi*, Titolo IV, Capitolo 11, p. 5, Aprile 1999.



valente) è demandato il compito di verificare l'adeguatezza dell'architettura organizzativa rispetto all'operatività aziendale.

Secondo le istruzioni della Banca d'Italia - che si ricollegano alla disciplina internazionale - lo SCI deve essere articolato su tre livelli. Il primo è costituito dai *controlli di linea*. Questi sono effettuati nell'ambito delle unità operative (ad es., i controlli di tipo gerarchico o incorporati nelle procedure mediante i sistemi di stop-loss) e sono destinati ad assicurare il corretto svolgimento delle operazioni (ad es. la riconciliazione delle operazioni eseguite dalla funzione di back-office).

Il secondo grado di verifica è espletato dalle strutture deputate ai *controlli sulla gestione dei rischi*; essi vengono svolti da appositi uffici (62) (unità di risk management) distinti dalle unità operative. La rilevanza che le autorità di vigilanza attribuiscono alle unità di gestione del rischio si evince dalla circostanza che la creazione di tali strutture è uno dei requisiti organizzativi (63) che devono essere soddisfatti dalle banche per poter utilizzare i modelli interni ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali (cfr. *infra*).

Infine, il terzo livello di controllo è rappresentato dalle verifiche dell'*internal audit*. Si tratta di un'unità indipendente dalle funzioni operative, la quale ha il compito specifico di analizzare - anche attraverso visite in loco - le situazioni di anomalia nonché valutare l'adeguatezza del sistema implementato dalla banca. Il responsabile della funzione di *audit* deve regolarmente informare il consiglio di amministrazione, il collegio sindacale e l'alta direzione dell'attività svolta nonché dei risultati ottenuti.

(62) Compito delle unità di «gestione del rischio» è: a) concorrere alla definizione delle metodologie per la misurazione del rischio (ad esempio attraverso la certificazione dei modelli di pricing utilizzati dai trader per prodotti non quotati); b) verificare il rispetto dei limiti (giornalieri, mensili, ecc.) assegnati ai desk operativi; c) controllare la corrispondenza della operatività delle varie aree di business con le strategie definite dall'alta direzione. Nelle realtà più complesse l'unità di risk management è suddivisa in più uffici ciascuno dei quali ha il compito di monitorare, misurare e gestire uno specifico profilo di rischio (credito, mercato, operativo, legale, reputazionale) nonché il rischio complessivo al fine di tenere in considerazione anche la correlazione esistente tra i diversi fattori.

(63) Si veda in proposito Banca d'Italia, *Istruzioni di vigilanza per gli enti creditizi*, Titolo IV, Capitolo 3, p. 42, Febbraio 2000.

Per quanto riguarda il settore dei contratti derivati, la normativa prudenziale (64) in materia di controlli interni, attesa la variabilità con la quale si possono prevedere le oscillazioni delle variabili di mercato (tassi di cambio, tassi di interesse, rischio prezzo, ecc.) detta dei requisiti organizzativi specifici.

A tal fine, è necessario che le banche e i gruppi bancari, con riferimento anche alle singole componenti, si dotino di: 1) un sistema informativo che permetta di monitorare costantemente i rischi assunti nell'operatività in strumenti finanziari e valute; 2) una metodologia di misurazione dell'esposizione che sia condivisa dai diversi settori (in particolare, dal *front-office* e da quelli che si occupano del controllo) e che consenta un approccio integrato alla gestione dei rischi; 3) un sistema procedurale ben definito di limiti, criteri e altri parametri che definisca l'operatività e le strategie che possono essere utilizzate da parte delle unità operative; 4) un sistema di informativa (65) periodica (cd. *reporting*) all'alta direzione che consenta di comprendere e valutare immediatamente l'esposizione a rischio; 5) un efficace sistema di auditing interno (66).

Infine, la normativa prudenziale al fine di evitare eccessivi oneri alle banche con limitata operatività stabilisce che i sistemi e le proce-

(64) Si veda sul punto Banca d'Italia, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, Titolo IV, Capitolo 3, Sez. XII, Febbraio 2000 e Capitolo 11, Sez. II, Febbraio. Tale impostazione è stata ripresa anche dalla nuova regolamentazione in materia di capitale la quale prevede che - cfr. *Convergenza Internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, giugno 2004, paragrafi 441, 663 e 666 - che «... le banche devono implementare una funzione di controllo del rischio di credito indipendente che sia responsabile per la definizione, implementazione e la performance del sistema dei rating interni». Medesima impostazione è richiesta per i rischi operativi.

(65) Il sistema di reporting direzionale deve tradurre le misure di rischio utilizzate dagli operatori in indicatori che in modo semplice e sintetico consentano all'alta direzione di comprendere esattamente qual è la posizione sulla frontiera rischio/rendimento della banca al *reporting date*.

(66) Le regole di internal auditing specifiche per il comparto «finanza» vanno ad innestarsi nell'ambito del più ampio corpus normativo in materia di controlli interni definito dal consiglio di amministrazione. È evidente che con riferimento all'operatività in valori mobiliari una particolare attenzione viene posta dagli auditor, ad esempio, in ordine al corretto funzionamento dei sistemi informativi che registrano le transazioni, oppure delle procedure di riconciliazione delle operazioni da parte del *back-office* prima del regolamento delle stesse.

dure scelti devono risultare coerenti con il tipo e il livello di attività svolta. Conseguentemente, le metodologie e i sistemi di controllo devono essere periodicamente revisionati al fine di verificarne l'adeguatezza e l'efficacia.

In proposito va osservato come il processo di valutazione circa l'adeguatezza dei presidi di controllo a fronte dell'attività effettuata non è svolto solo dagli operatori. Anche le autorità di vigilanza bancaria provvedono a periodiche valutazioni sull'adeguatezza del framework regolamentare per tenere conto dell'evoluzione del mercato. Infatti, il 23 marzo 2004, il CICR ha emanato, su proposta della Banca d'Italia, una nuova delibera con la quale, nel modificare il provvedimento del 1996, ha stabilito i requisiti organizzativi minimi per operare in comparti innovativi. In particolare, il CICR ha previsto che, con riferimento all'attività svolta in «settori operativi connotati da un elevato grado di complessità e innovazione (quali, ad esempio, quello dei contratti derivati su crediti<sup>(67)</sup>), la Banca d'Italia deve emanare appropriate disposizioni per definire le condizioni minime per operare nel comparto, con specifico riguardo ai requisiti di natura organizzativa e alle metodologie di valutazione dei profili di rischio».

A seguito dell'emanazione di tale delibera la Banca d'Italia ha predisposto una bozza<sup>(68)</sup> di disposizioni attuative di tale provvedimento che è stata inviata agli operatori a fini di consultazione al fine di valutare l'impatto della nuova disciplina.

#### 7.2. (segue): I requisiti patrimoniali

La normativa di vigilanza prudenziale prevede, come noto, che le banche debbano mantenere una determinata quantità di capitale (cd. requisiti patrimoniali obbligatori o capitale regolamentare) a fronte delle attività di rischio (compresi i contratti derivati) detenute. A tale fine le autorità hanno elaborato un *framework regolamentare* specifico per i derivati al fine di calcolare i requisiti patrimoniali in funzione della finalità per la quale il contratto è stato negoziato. In particolare,

<sup>(67)</sup> Si veda sul punto Banca d'Italia, *Relazione annuale sul 2003*, p. 359.

<sup>(68)</sup> In proposito si veda Banca d'Italia, *Relazione annuale sul 2004*, p. 396.

la vigente normativa<sup>(69)</sup> di vigilanza prevede due set di regole differenziati: una per i contratti derivati classificati nel portafoglio immobilizzato o «*banking book*», l'altra per i derivati detenuti per finalità di trading. Le prime sono poste a presidio del rischio di credito; le seconde fronteggiano i rischi di mercato.

Le regole di calcolo dei requisiti a fronte dei derivati finanziari classificati nel portafoglio immobilizzato (di copertura) sono disciplinate dalla direttiva UE 2000/12 e dall'Accordo di Basilea del 1988. Il calcolo dei requisiti patrimoniali viene effettuato secondo una particolare metodologia stabilita dall'organo di vigilanza.

In particolare, per i contratti derivati il requisito viene quantificato moltiplicando il fattore di ponderazione associato alla controparte per il valore del credito che si vanta nei confronti di quest'ultima (cd. «*equivalente creditizio*»). Tale grandezza è calcolata attraverso il «*metodo del valore corrente*» in modo da apprezzare il valore di mercato dei diritti di credito che sorgono dal contratto a favore della banca. Ciò sta a significare che il procedimento di calcolo mira a quantificare l'onere che un intermediario dovrebbe sostenere - nel caso in cui la controparte sia insolvente - per trovare un altro soggetto disposto a subentrare in tali obblighi contrattuali. Per quantificare il valore corrente di un derivato si devono sommare due elementi: il «*costo di sostituzione*» e l'«*esposizione creditizia futura*». Il «costo di sostituzione» di ciascun contratto è dato dal suo valore intrinseco, se positivo. Il valore intrinseco è positivo (negativo) quando alla banca spetta una posizione di credito (debito) nei confronti della propria controparte.

<sup>(69)</sup> Specifiche disposizioni sono previste per quanto riguarda l'operatività in derivati svolta dalle banche di credito cooperativo. Attesa la particolare struttura di questi operatori, con riferimento alla dotazione patrimoniale, alla struttura organizzativa nonché alla compagine societaria, la vigente normativa amministrativa (cf. Banca d'Italia, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, Titolo VII, Capitolo I, p. 8, Aprile 1999) prevede che le banche in questione non possano assumere posizioni speculative con riferimento all'operatività in cambi, operazioni a termine e contratti derivati. In particolare, è previsto che le BCC debbano contenere la propria posizione in cambi entro il due per cento del patrimonio di vigilanza. Le operazioni a termine e i derivati possono essere realizzate purché comportino la copertura dei rischi connessi con altre attività.

Nella determinazione dei valori intrinseci le banche possono tenere conto anche degli «*accordi di netting*» (contratti di novazione o altri contratti di compensazione) che hanno sottoscritto con le proprie controparti al fine di ridurre il rischio delle proprie posizioni creditizie.

L'«esposizione creditizia futura» ha il compito - da un punto di vista regolamentare - di valutare l'incidenza del «fattore tempo» sul valore del derivato. Essa, infatti, approssima il cosiddetto *time value* il quale, in base ad alcuni parametri predefiniti (volatilità dei tassi di interesse, di cambio e degli indici nonché vita residua del contratto), tiene conto della probabilità che in futuro il valore intrinseco del contratto, se positivo, possa aumentare o, se negativo, possa trasformarsi in una posizione creditoria.

Per quanto concerne la disciplina dei derivati di credito va osservato, innanzitutto, che non esiste - contrariamente a quanto si è visto per i derivati finanziari - una normativa armonizzata né a livello comunitario né a livello internazionale. Per tale motivo i regolatori bancari hanno provveduto autonomamente a regolamentare tale operatività<sup>(70)</sup>. Conseguentemente, la Banca d'Italia ha emanato nel luglio 2000<sup>(71)</sup> specifiche disposizioni con le quali ha definito le regole di calcolo del requisito prudenziale per le banche «*protection sellers*». In particolare, è previsto che i derivati di credito rientrino tra le «*attività fuori bilancio*» e che il requisito prudenziale venga determinato attraverso il calcolo dell'equivalente creditizio<sup>(72)</sup>. Invece, le banche

<sup>(70)</sup> La Federal Reserve ha emanato nel 1996 una *Supervisory Letter* (SR 96-17) con la quale ha fornito le indicazioni regolamentari in ordine ai derivati di credito. Successivamente con un'altra *Supervisory Letter* (SR 97-18) la Fed ha dettato le regole per quanto riguarda la disciplina dei derivati di credito allocati nel trading book.

<sup>(71)</sup> Si veda sul punto Banca d'Italia, *Bollettino di Vigilanza*, Luglio 2000.

<sup>(72)</sup> La disciplina prevede che gli impegni derivanti dalla negoziazione dei derivati di credito siano classificati tra gli «impegni a rischio pieno» ossia attività che hanno una elevata probabilità di trasformarsi in attività per cassa. Inoltre, per quanto riguarda i soli prodotti TROR e Credit Spread Swap - sia il protection seller sia il protection buyer - devono calcolare il rischio di controparte in tali contratti. Per ulteriori informazioni si veda Banca d'Italia, Circolare n. 155, *Istruzioni per la compilazione delle segnalazioni sul patrimonio di vigilanza e sui coefficienti prudenziali*, p. 3.3.18.

«*protection buyers*» trattano l'acquisto di protezione come una garanzia ricevuta la quale può essere utilizzata per ridurre l'assorbimento prudenziale.

È opportuno rammentare a questo proposito che il nuovo framework in materia di capitale regolamentare<sup>(73)</sup> («Basilea II») e normativi in materia di adeguatezza patrimoniale<sup>(74)</sup> hanno rivisitato le regole prudenziali sui derivati per tenere conto sia delle tecniche di misurazione e gestione del rischio sviluppate dalle banche (modelli interni) sia dei nuovi prodotti che sono stati sviluppati in questi anni (ad esempio, i derivati di credito).

Per quanto concerne le metodologie di calcolo dei requisiti la nuova regolamentazione prevede - come noto - due approcci: 1) «metodo standard» (*Standardised Approach*); 2) «metodo dei modelli interni» (*Internal Rating Based Approach*). Quest'ultimo a sua volta prevede due opzioni: il «metodo base» (FIRB) e il «metodo avanzato» (AIRB). L'utilizzo dell'approccio IRB richiede il rispetto di alcuni requisiti qualitativi e quantitativi ed è subordinato ad una autorizzazione delle autorità di vigilanza.

Con riferimento ai prodotti va osservato che il nuovo quadro regolamentare prevede per le banche *protection sellers* una metodologia di calcolo del requisito prudenziale analoga - *ceteris paribus* - a quella utilizzata per i derivati finanziari<sup>(75)</sup>. Con riferimento alle banche che operano in qualità di *protection buyers* è stata dettata, invece, una specifica disciplina per qualificare e misurare il valore delle garanzie idonee per ridurre i requisiti patrimoniali (cd. «*credit risk mitigation*»). Sul fronte dei derivati finanziari, invece, la normativa ha introdotto due nuove metodologie per il calcolo del valore dei derivati. Si tratta della «metodologia standard» e di «modelli interni» di tipo EPE<sup>(76)</sup>.

<sup>(73)</sup> Per ulteriori approfondimenti si veda Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, *Convergenza Internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, 2004, par. 82 ss.

<sup>(74)</sup> La nuova disciplina che ha modificato la direttiva 2000/12 per renderla coerente con il nuovo accordo sul capitale è stata approvata il 27 settembre 2005 dal Parlamento Europeo.

<sup>(75)</sup> Per un approfondimento della metodologia di calcolo si rinvia all'allegato II della «nuova» direttiva 2000/12.

<sup>(76)</sup> L'utilizzo di tali metodi è riservato agli intermediari che hanno rilevante

La disciplina relativa ai derivati detenuti per finalità di negoziazione è invece codificata nella direttiva 93/6 UE (cd. direttiva CAD) e successive modificazioni nonché nell'emendamento dell'accordo di Basilea del 1996 per incorporare i rischi di mercato (76). Tale operatività espone gli intermediari finanziari a rischi di perdite derivanti da una sfavorevole oscillazione dei prezzi di mercato (corso dei titoli, tassi di interesse e di cambio).

La regolamentazione prevede due differenti metodologie di calcolo dei requisiti patrimoniali: a) il metodo standard; b) il metodo dei modelli interni. Il primo approccio prevede che, a fronte di ciascuna tipologia di rischio, gli intermediari costituiscono differenti «blocchi di patrimonio» (cd. «*approccio a blocchi*») calcolati secondo una procedura predefinita. La somma dei singoli «blocchi» rappresenta il requisito patrimoniale obbligatorio minimo che ciascun operatore deve osservare.

In alternativa all'approccio standard le banche possono utilizzare una metodologia di calcolo - preventivamente validata dalle autorità

operatività in derivati. Entrambe le metodologie, infatti, sono più sofisticate rispetto a quella del metodo del «valore corrente».

(76) La normativa di vigilanza (cfr. Banca d'Italia, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, Titolo IV, Capitolo 3, Febbraio 2000) individua, per quanto concerne i rischi di mercato, le seguenti fattispecie di rischio: a) rischio di posizione su titoli di debito e di capitale detenuti nel portafoglio di trading che consiste nella possibilità di subire perdite dovute ad uno sfavorevole andamento del livello dei prezzi dei titoli in base all'andamento del mercato (rischio generico) oppure alle caratteristiche del soggetto emittente i titoli (rischio specifico); b) rischio di controparte il quale consiste nella possibilità che, alla scadenza di un contratto di compravendita di titoli o di un contratto derivato, la controparte non adempia la propria obbligazione; c) rischio di regolamento che si verifica dopo la scadenza di un contratto di compravendita di titoli o di un contratto derivato. Esso consiste nella possibilità che un intermediario perda il differenziale positivo maturato a suo favore, se la controparte non adempie l'obbligo di acquistare o vendere i titoli al prezzo convenuto; d) rischio di cambio: è costituito dalla probabilità di subire perdite a causa di sfavorevoli oscillazioni dei tassi di cambio delle valute negoziate; e) rischio di concentrazione: rappresenta il rischio che un intermediario sia eccessivamente esposto nei confronti di un unico soggetto (cliente, controparte o emittente titoli). Per quanto riguarda il rischio di cambio e quello di posizione su merci la normativa impone che il requisito patrimoniale sia calcolato con riferimento a tutto il bilancio bancario e non esclusivamente al solo portafoglio di negoziazione.

di vigilanza - basata sui cd. «modelli interni» (77). In particolare, gli intermediari possono calcolare, tramite questa opzione regolamentare, i requisiti patrimoniali a fronte del rischio generico e specifico dei titoli del portafoglio non immobilizzato, del rischio di posizione su merci e del rischio di cambio dell'intero portafoglio. L'accesso a tali metodologie è soggetto ad un'autorizzazione da parte dell'organo di controllo il quale deve verificare che il modello rispetti dei requisiti sia qualitativi sia quantitativi (78). Attualmente, solo due banche sono state autorizzate dalla Banca d'Italia ad utilizzare i modelli interni (79).

La disciplina prudenziale in materia di trading book è stata recentemente rivista sia per renderla coerente con quella di Basilea II (80), sia per adeguare il framework regolamentare alle evoluzioni dell'operatività che si è registrata nel mercato nel corso degli ultimi dieci anni in modo da accrescere l'efficacia della regolamentazione sul capitale (81).

(77) Per un approfondimento si rinvia a Banca d'Italia, *Istruzioni di vigilanza sulle banche*, Titolo IV, Capitolo 3, Febbraio 2000.

(78) Cfr. Banca d'Italia, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, Titolo IV, Capitolo 3, Febbraio 2000.

(79) Il modello interno di UBM, banca appartenente al gruppo Unicredit Italiano, è stato validato a partire dal 24 dicembre 2003. L'autorizzazione ad utilizzare il modello interno riguarda il rischio: 1) generico e specifico di tutti i titoli di debito e di capitale; 2) di cambio; 3) di posizione su quote di OICR. Per ulteriori dettagli si veda UBM, *Bilancio 2004*, p. 32. Il modello interno di Banca Caboto, soggetto appartenente al gruppo Intesa, è stato validato a partire dal 16 gennaio 2004. L'autorizzazione ad utilizzare il modello interno riguarda il rischio: 1) generico e specifico di tutti i titoli di debito e di capitale; 2) di cambio; 3) di posizione su quote di OICR. Inoltre la banca è stata autorizzata a calcolare con riferimento alle opzioni il fattore «gamma» e il fattore «vega». Per ulteriori dettagli si veda Banca Caboto, *Bilancio 2004*, p. 66.

(80) Si veda sul punto Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, *Convergenza Internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, 2004, par. 684 e ss.

(81) Si veda sul punto Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, *The Application of Basle II to Trading Activities and the Treatment of Double Default Effects*, July 2005 nonché CEE, *Commission services consultation paper on trading activities related issues and treatment of the double default effects*, April 2005. Le novità più rilevanti del provvedimento riguardano le seguenti aree: 1) definizione di due metodologie (una standardizzata e una basata su modelli interni elaborati dalle banche) per il calcolo del rischio di controparte; 2) riconoscimento di un trattamento prudenziale più favorevole per le operazioni garantite nel caso in cui il garante non fallisca contem-

### 7.3. (segue): La trasparenza informativa

A partire dalla metà degli anni novanta <sup>(82)</sup> quando l'operatività in derivati - specie per quelli finanziari - è cresciuta notevolmente, i regolatori hanno utilizzato quale ulteriore strumento per perseguire la stabilità degli operatori quello della trasparenza informativa (cd. *disclosure*) in favore di tutti gli stake-holders (azionisti, società di rating, analisti finanziari, banche, ecc.).

L'attività di trading - a differenza dell'intermediazione creditizia - si caratterizza per un elevato tasso di rotazione degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio <sup>(83)</sup>. Conseguentemente, la volatilità di quest'ultimo varia - molto rapidamente - sia per effetto delle scelte compiute dai trader sia per l'andamento dei mercati finanziari. Pertanto, il rischio di subire rilevanti perdite a causa di rapido deterioramento delle posizioni assunte è elevato, come l'esperienza ci ha dimostrato.

In un simile contesto diventa cruciale capire, in primo luogo, quali rischi una banca intende assumere, come provvede alla loro misurazione e come gestisce tali rischi. Conoscere l'esatta composizione del portafoglio in un certo istante (sia esso la data di approvazione del bilancio o quella della semestrale) perde di significatività data la rapidità con la quale questo viene modificato. In pratica, per valutare compiutamente l'operatività di trading di un intermediario è necessa-

poraneamente al debitore principale (cd. *double default effect*); 3) trattamento prudenziale più favorevole per le esposizioni con scadenza inferiore all'anno (cd. *short term maturity adjustment*); 4) definizione di una regolamentazione per le transazioni in titoli non regolati (cd. *unsettled transactions*). Per un primo approfondimento dei riflessi di natura prudenziale si veda Bank of England, *Strengthening of financial infrastructure*, in *Financial Stability Review*, June 2005.

<sup>(82)</sup> Il primo documento elaborato dal Comitato di Basilea è del 1994. Si tratta del *Risk management guidelines for derivatives*, Luglio 1994; successivamente il Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria ha pubblicato il documento *Prudential supervision of banks' derivatives activities*, Dicembre 1994. A partire dal 1995 il Comitato - in collaborazione con lo IOSCO - ha pubblicato delle indagini periodiche sui derivati (*Public disclosure of banks' and securities firms' trading and derivatives activities*).

<sup>(83)</sup> In genere l'orizzonte temporale di un investimento non supera in media i dieci giorni lavorativi (cd. *holding period*).

rio essere in possesso nel continuo di un set di dati che consentano valutazioni di tipo *forward-looking*. Ciò non vuol dire che un'analisi ex post non sia utile per valutare l'andamento dell'azienda. Deve essere però chiaro che la disamina si riferisce a posizioni ormai «vecchie» che non riflettono necessariamente il binomio rischio/rendimento su cui la banca è posizionata.

Di fronte a siffatto scenario, l'azione dei regolatori mira ad accrescere progressivamente l'informazione sia qualitativa sia quantitativa pubblicata dagli operatori, in primis nel bilancio d'esercizio, in modo da poter valutare il grado di coinvolgimento delle singole banche, la tipologia di rischi assunti, l'impatto di tale attività sulla performance complessiva delle aziende, le modalità di misurazione e gestione dei rischi. Inoltre, la pubblicazione di dati secondo una metodologia standardizzata consente confronti tra operatori e sistemi finanziari sia nel tempo sia nello spazio. Infine, attraverso i dati è possibile studiare le evoluzioni e i trend del fenomeno «derivati».

La disclosure diventa uno strumento mediante il quale viene effettuato un discrimine tra gli operatori in quanto consente al mercato la possibilità di comparare l'attività svolta, i rischi assunti, le relative modalità di misurazione nonché la dotazione patrimoniale destinata a fronteggiare le perdite. In questo modo i soggetti non in linea con le *best practices* sono giudicati più rischiosi dal mercato. Conseguentemente la richiesta di risorse ai risparmiatori - sia tramite capitale di rischio sia tramite debito - diventa più onerosa in quanto il *risk-appetite* degli investitori è maggiore <sup>(84)</sup>. In questo modo l'azione del

<sup>(84)</sup> Alcuni studi condotti negli Stati Uniti hanno cercato di stimare i benefici che la maggiore trasparenza genera attraverso il monitoraggio degli spread sul mercato secondario dei titoli subordinati o obbligazionari emessi dalle banche. L'idea sottostante questa impostazione è rappresentata dal fatto che il mercato dovrebbe discriminare le imprese richiedendo dei tassi di rendimento tanto più elevati quanto maggiore è il livello di rischiosità percepito attraverso l'analisi delle informazioni di bilancio o di altre informazioni pubbliche rilasciate dalle banche. Le evidenze empiriche, al momento, mostrano una correlazione tra quotazioni e spread al verificarsi di alcune ipotesi estremamente conservative. Per un approfondimento sul tema si veda M. PARISI - M. GENTILI, *I rendimenti dei prestiti subordinati come misura della rischiosità delle imprese bancarie: l'analisi di Douglas D. Evanoff e Larry D. Wall, in Mondo Bancario*, 2002, n. 3; A. SIRONI, *An analysis of european bank's and issues and its implications for the design of a mandatory subordinated debt policy*, in *Journal of*

mercato integra quella delle autorità di vigilanza.

Con riferimento alla disclosure delle operazioni in questione, va osservato che l'azione delle autorità si è indirizzata dapprima verso il settore dei derivati finanziari e successivamente verso il comparto dei derivati di credito. Inoltre, come è facile intuire l'attenzione dei regolatori - almeno in una prima fase - si è concentrata sugli operatori che per la loro dimensione possono avere una rilevanza di tipo sistemico. A tali intermediari, attraverso una serie di raccomandazioni (85), è stata richiesta la pubblicazione in bilancio di una serie aggiuntiva di informazioni sull'operatività in contratti derivati. Successivamente, l'intervento si è esteso a tutti i soggetti al punto che la trasparenza di mercato è divenuta - a seguito dell'emanazione del nuovo accordo sul capitale (cd. Basilea II) - un requisito (86) che deve essere rispettato nel continuo dagli operatori al pari di quelli prudenziali.

In particolare, per quanto riguarda il profilo qualitativo l'azione dei regolatori mira a far illustrare nel bilancio: a) le strategie che la banca intende perseguire riguardo all'operatività in derivati (*market making, arbitraggio, negoziazione, assunzione di posizioni, ecc.*); b) i criteri di valutazione utilizzati per valorizzare le posizioni (*mark to market, mark to model, costo*); c) i presidi organizzativi adottati dalle banche nella gestione dei rischi connessi con i derivati (metodologie di misurazione, parametri utilizzati, ecc.).

Sul versante quantitativo, è progressivamente stata accresciuta la tipologia dei dati pubblicati (valori nozionali, valori intrinseci, ripar-

*Financial Services Research*, vol. 2°, n. 2/3.

(85) Si fa riferimento alle *Raccomandazioni per una informativa pubblica dell'attività di trading e dei derivati delle banche e delle imprese di investimento* emanate dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria e dallo IOSCO. Tali documenti sono stati emanati nel maggio 1995 e nell'ottobre 1999.

(86) Come noto la nuova architettura regolamentare si fonda su tre pilastri: 1) requisiti patrimoniali minimi (Pillar I); 2) processo di controllo prudenziale (Pillar II); trasparenza informativa (Pillar III). In alcuni casi il rispetto di tale previsione è un requisito obbligatorio per accedere a determinate metodologie (metodi avanzati per il calcolo del rischio di credito) o per il riconoscimento di determinate transazioni o strumenti (cartolarizzazioni e mitigazione del rischio di credito) ai fini del calcolo del patrimonio regolamentare. Per ulteriori approfondimenti si veda Comitato di Basilea per la vigilanza Bancaria, *Convergenza Internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, 2004, par. 808 ss.

tazione per tipologia contrattuale e per vita residua, mercati di negoziazione, tipologia di *collateral* ricevuti, accordi di compensazione sottoscritti, ecc.) così da poter definire un quadro il più possibile completo dell'attività svolta.

Nell'ambito di questa azione - volta ad accrescere la trasparenza informativa verso il mercato - l'opera dei regulators non si è focalizzata solo sulle tematiche tipiche della disclosure ma si è indirizzata anche verso aspetti di natura strettamente contabile (cd. *accounting*). L'obiettivo in questo caso è stato quello di introdurre dei criteri di contabilizzazione e di valutazione per i derivati, ai fini della redazione del bilancio, in grado di quantificare nel modo più fedele possibile l'effetto di tale operatività sulla performance aziendale. Alla base di questa impostazione vi è la consapevolezza che i derivati sono delle attività e delle passività al pari di un qualunque strumento finanziario e come tali vanno rilevati nelle voci dello stato patrimoniale del bilancio (87). Invece, in molti ordinamenti, la rilevazione dei derivati avviene facendo riferimento alla struttura contrattuale dell'operazione piuttosto che alla sostanza economica. Ciò comporta che tali strumenti siano rilevati semplicemente tra gli «impegni» (88) e quindi

(87) Tale impostazione è utilizzata da molti standard setter esteri. In particolare, negli USA, il Financial Accounting Standard Board (FASB) ha emanato nel giugno 1998 uno specifico standard, denominato *Statement of Financial Accounting Standard n. 133*, con il quale è stato previsto che (cfr. par. 217 - 219) i «contratti derivati rappresentano diritti o obbligazioni che rispettano la definizione di attività e passività finanziarie e pertanto devono essere riportate nello stato patrimoniale». Tale scelta - secondo il Board - deriva dalla necessità di fornire nel bilancio un'informativa più completa ed esaustiva.

(88) I principi contabili nazionali nonché la dottrina (cfr. per un approfondimento B. QUADRARO, *I conti d'ordine nel nuovo bilancio di esercizio*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 1994, n. 4; S. FOSSATI, *Strumenti derivati: aspetti contabili e valutazioni di bilancio*, *ibidem*, 1996, n. 4; G. SAVINO, *I conti d'ordine, ibidem*, 2000, n. 3; Commissione Nazionale dei Dottori Commercialisti, Principio contabile n. 22, *I conti d'ordine*, luglio 1997) prevedono che un'attività o una passività deve essere rilevata in bilancio solo quando una delle due controparti abbia adempiuto alla propria obbligazione contrattuale. L'esecuzione della transazione comporta il trasferimento della titolarità dei diritti (obblighi) inerenti l'attività (passività) oggetto del contratto. Spesso le imprese pongono in essere contratti la cui esecuzione è differita per entrambi i contraenti. In questi casi dalla transazione emergono delle obbligazioni che, pur avendo un'esistenza giuridica certa, non producono effetti sulla situazione economica e patrimoniale fino a quando

tra le «operazioni fuori bilancio»<sup>(89)</sup> in base al loro valore contrattuale o nozionale. Tali importi, ovviamente non forniscono un'indicazione corretta del livello di rischio assunto dall'impresa. In questo modo i lettori del bilancio non sono in grado di apprezzare l'effettiva rischiosità sopportata dall'azienda in quanto non si conoscono i «valori di mercato» derivanti da questi contratti e tali valori, di solito, differiscono notevolmente da quelli contrattuali<sup>(90)</sup>. Conseguentemente, l'informativa fornita al mercato rischia di essere fuorviante.

non si procede all'esecuzione dell'operazione. Pertanto, tali contratti non vengono registrati nello stato patrimoniale ma, al fine di rendere noto ai lettori del bilancio l'impegno (di acquisto o di vendita di un titolo, di una merce, ecc.), vengono registrati nel «sistema dei conti d'ordine acceso agli impegni» o più semplicemente tra le «attività fuori bilancio». È questa la situazione che caratterizza i prodotti derivati. Infatti, al momento della stipula di un interest rate swap o di un forward rate agreement le controparti non provvedono al trasferimento dell'attività sottostante e, quindi, il derivato non può essere iscritto tra le «attività di bilancio» bensì nelle «attività fuori bilancio» e, in particolare, tra gli «impegni».

<sup>(89)</sup> Un esempio di tale impostazione contabile è offerto dalla normativa di bilancio dettata dal codice civile per le società commerciali e industriali. In particolare, tali disposizioni nulla hanno previsto - fino al 2003 - in ordine alle modalità di contabilizzazione e di valutazione degli strumenti derivati. Al fine di accrescere l'informativa in materia di strumenti finanziari, con la riforma del diritto societario, sono stati introdotti nel codice civile gli artt. 2427-bis e 2428, comma 2, n. 6. La prima disposizione richiede alle imprese di indicare nella nota integrativa il *fair value* degli strumenti finanziari derivati e delle immobilizzazioni finanziarie (diverse dalle partecipazioni in società controllate, collegate e partecipazioni in joint-ventures) se iscritte ad un valore superiore al *fair value*. La seconda previsione richiede alle imprese di indicare nella relazione sulla gestione gli obiettivi e le politiche adottate dalla società in materia di gestione del rischio finanziario, la politica di copertura per le principali categorie di operazioni, nonché l'esposizione ai principali tipi di rischio (credito, prezzo, liquidità, ecc.). Diversa invece è la situazione per quanto riguarda il bilancio redatto dai gruppi bancari e dalle società finanziarie sottoposte alla vigilanza della Banca d'Italia dal momento che le istruzioni amministrative (cfr. Banca d'Italia, *I bilanci delle banche: schemi e regole di compilazione*, luglio 1992) dettano precise disposizioni in ordine alle modalità di rilevazione e valutazione dei derivati sia creditizi sia finanziari. Tale informativa è stata ulteriormente arricchita a seguito della emanazione della circolare n. 262 del 22 dicembre 2005, *Il bilancio bancario: schemi e regole di compilazione*, con la quale la Banca d'Italia ha dettato le regole per la redazione del bilancio alla luce degli IAS.

<sup>(90)</sup> Sul punto si veda A. ROSATI, *Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati*, Audizione del Funzionario Generale della Consob - Camera dei Deputati, 2005.

Per questo motivo nella nota integrativa si richiede ai redattori del bilancio di fornire ulteriori dati su tale operatività.

Problema strettamente correlato a quello della rilevazione è quello della valutazione dei derivati. A questo fine in molti paesi gli standard setters<sup>(91)</sup> hanno deciso di far utilizzare il criterio di valutazione del «valore di mercato» (cd. *mark to market*) in luogo di quello tradizionale del «costo» o del «minore tra il costo e il valore di mercato» in modo da rendere più trasparente l'impatto dell'operatività in derivati sul conto economico. In questo modo anche la più piccola variazione di valore di questi contratti si «scarica» immediatamente sul risultato di esercizio e quindi sul patrimonio di un intermediario condizionandone il profilo di stabilità. Qualora i derivati vengano utilizzati per finalità di copertura i risultati discendenti dalla valutazione vanno compensati con quelli prodotti generati dalla valutazione delle poste coperte. Pertanto, nel caso in cui la copertura sia perfetta, i guadagni generati dal derivato si compensano con le perdite prodotte dall'asset coperto.

Secondo questa impostazione contabile il criterio *mark to market* è l'unico in grado di stimare in modo corretto il valore effettivo di un derivato (cd. *fair value*). L'utilizzo del criterio di valutazione al costo può, al contrario, creare distorsioni nell'informativa rilasciata al mercato in quanto non consente di apprezzare effettivamente la posizione creditoria/debitoria generata dalla posizione.

Con riferimento alle problematiche della trasparenza informativa e dell'accounting dei derivati è importante soffermarsi sul ruolo che, a partire dal 2000, sta svolgendo l'Unione Europea.

<sup>(91)</sup> A titolo puramente indicativo si richiama l'emanazione per quanto riguarda il Giappone del *The Japanese Ministry of Finance's new regulations about market value accounting for trading activities*. Con questo provvedimento a partire dal 1° Aprile 1997, gli intermediari giapponesi possono utilizzare il criterio del valore di mercato per la valutazione degli strumenti di negoziazione (compresi i derivati) a condizione che essi rispettino determinati requisiti. Negli USA, il Financial Accounting Standard Board (FASB) ha pubblicato nel 1990 lo *Statement of Financial Accounting Standards No. 133 entitled Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*. Questo documento richiede che tutti i derivati devono essere misurati al fair value (valore equo). Analoghi provvedimenti sono stati posti in essere dalle autorità inglesi (ASB) e Francesi (NCR).

nanziari vigilati, dalle assicurazioni e dalle società emittenti titoli diffusi.

Gli standard elaborati dallo IASB, in particolare lo IAS 39 «*Financial instruments: recognition and measurement*» e lo IAS 32 «*Financial instruments: presentation*», nonché l'IFRS 7 «*Financial Instruments: disclosures*» stabiliscono regole dettagliate per la rilevazione, la valutazione e l'informativa degli strumenti finanziari ed in particolare per quanto riguarda i contratti derivati. In particolare, lo IAS 39 stabilisce, con riguardo al profilo dell'accounting, che i derivati siano sempre classificati nel portafoglio di trading e quindi siano sempre valutati al fair value. Ciò implica l'impossibilità - contrariamente a quanto avviene oggi - di valutare un contratto derivato al costo specie se incorporato in uno strumento strutturato. Inoltre, lo standard in questione attribuisce ai derivati una grande rilevanza ai fini delle operazioni di copertura (cd. *hedge accounting*) dal momento che tali contratti sono considerati lo strumento più utile per realizzare una strategia di hedging. Infatti mentre, i derivati possono essere utilizzati per coprire qualsiasi profilo di rischio (tasso di interesse, credito, cambio, prezzo, ecc.) le attività e le passività «non derivate» possono essere designate solo per coprire il rischio di cambio. A tale proposito va osservato che, anche in questo caso l'impostazione filosofica sottostante il paradigma contabile in esame si riflette altresì sulle regole di contabilizzazione delle operazioni di copertura. In particolare, lo IAS 39 - contrariamente a quanto previsto dalla normativa attuale secondo la quale lo strumento di copertura (cd. *hedging instrument*) deve essere valutato coerentemente allo strumento coperto (cd. *hedged item*) - stabilisce che la posta coperta deve essere valutata coerentemente con lo strumento di copertura (e quindi al fair value). È questa un'altra importante novità introdotta dai principi contabili internazionali dal momento che consente di apprezzare maggiormente i riflessi delle strategie di copertura nel bilancio.

Anche sul versante «*disclosure*» i principi contabili internazionali presentano diverse novità rispetto alle direttive. In particolare, l'IFRS di cui all'art. 107 del TUB, gli istituti di moneta elettronica, le società di gestione del risparmio.

In proposito è opportuno richiamare la raccomandazione UE emanata il 23 giugno 2000 in materia di operatività in strumenti finanziari nonché sulle modalità di misurazione e gestione dei rischi. L'obiettivo - come afferma il quinto considerando della raccomandazione - è quello di consentire agli investitori e agli operatori di mercato di decidere con cognizione favorendo una maggiore trasparenza e disciplina dei mercati la quale si configura come un prezioso complemento della vigilanza prudenziale.

Inoltre, un considerevole aumento dell'informativa di bilancio relativamente ai derivati si avrà a partire dall'esercizio 2005 a seguito dell'applicazione nell'ordinamento comunitario dei principi contabili internazionali (International Financial Reporting Standard) elaborati dallo International Accounting Standard Board (IASB). L'obiettivo che la Commissione ha inteso perseguire è quello di accrescere la comparabilità dell'informativa rilasciata dalle imprese, in modo da aumentare l'efficienza allocativa del mercato nonché aumentare la fiducia dei risparmiatori nel corretto funzionamento dei mercati finanziari.

Il nuovo paradigma contabile è stato introdotto dalla Commissione UE con il regolamento n. 1606 del 2002 il quale: a) stabilisce l'obbligo di utilizzare tali principi per la redazione del bilancio consolidato delle società quotate a partire dal 2005; b) concede agli Stati Membri la facoltà di imporre o richiedere l'utilizzo degli IFRS anche ad altre categorie di soggetti e/o per il bilancio individuale. Conseguentemente, il legislatore nazionale con l'emanazione del d.lgs. 38/2005 - nell'esercitare alcune delle opzioni del citato regolamento UE - ha previsto che, ai fini della redazione del bilancio consolidato (92), gli IFRS debbano essere utilizzati obbligatoriamente oltre che dalle società quotate anche dalle banche e dagli intermediari (93) fi-

(92) Ai fini della redazione del bilancio individuale l'obbligo di utilizzare gli IFRS - a partire dall'esercizio 2006 - è limitato alle società quotate, alle banche, agli intermediari finanziari vigilati e alle società emittenti titoli diffusi. Tale obbligo si estende anche alle assicurazioni che emettono titoli quotati su mercati regolamentati e che non redigono il bilancio consolidato.

(93) Rientrano in questa locuzione: le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari, le società di intermediazione mobiliare, gli intermediari iscritti nell'elenco



7 accresce l'area delle informazioni che le banche devono fornire - sia da un punto di vista qualitativo sia da un punto di vista quantitativo - relativamente agli strumenti finanziari (compresi i derivati) (94). Inoltre, i principi contabili internazionali enfatizzano il rapporto tra i dati e le metodologie di misurazione e valutazione dei rischi utilizzati a fini interni e regolamentari e la disclosure fornita al mercato (95). È evidente che questo comporta un grande cambiamento rispetto alla attuale disciplina - dettata dalle vigenti direttive comunitarie in materia contabile - in modo da permettere agli «utilizzatori» (96) del bilancio la possibilità di valutare non solo «l'esposizione al rischio ma anche le modalità con cui questo è gestito».

#### 7.4. (segue): Le statistiche sui derivati

L'ultimo strumento regolamentare utilizzato dalle autorità di vigilanza per monitorare l'andamento dei mercati dei derivati è rappresentato dalle rilevazioni statistiche.

È opportuno ricordare a questo proposito che le prime rilevazioni sui prodotti derivati risalgono all'ultima decade dello scorso secolo. Tali lavori furono promossi dalle banche centrali per acquisire informazioni principalmente gli effetti dei derivati sul funzionamento del mercato dei cambi e sulla politica monetaria. L'ultima rilevazione statistica triennale concernente il turnover sui mercati dei cambi e dei derivati su cambi e su tassi di interesse - alla quale hanno partecipato le banche centrali e le autorità monetarie di 52 Paesi - è stata condot-

(94) È sufficiente avere presente che l'IFRS 7 (*Financial instruments: disclosures*), par. 40, richiede per ogni tipologia di rischio di mercato un'analisi di sensitività in modo da quantificare l'effetto sulla redditività e sul patrimonio netto di una oscillazione nelle variabili di mercato.

(95) Ad esempio, se un intermediario utilizza una metodologia di tipo VAR per la gestione dei rischi di mercato tale strumento può essere utilizzato ai fini dell'analisi di sensitività che deve essere fornita in nota integrativa. In questo caso lo standard richiede alle imprese, per essere in linea con la best practices, di indicare la tipologia di modello utilizzato (VAR basato su una simulazione storica o su Montecarlo), l'intervallo di confidenza usato nonché il periodo temporale utilizzato come riferimento. Sul punto si veda IFRS 7 (*Financial instruments: disclosures*), par. 41.

(96) Si veda sul punto IFRS 7 (*Financial instruments: disclosures*), par. IN 2.

ta nel corso del 2004 (97). Anche la BCE effettua una rilevazione dell'operatività in contratti derivati svolta dalle banche sfruttando le segnalazioni di vigilanza (98).

Parallelamente al ruolo svolto dalle banche centrali anche le autorità di regolamentazione bancaria (99) hanno progressivamente ampliato le proprie rilevazioni in questo campo. La necessità di migliorare la qualità delle informazioni statistiche quale strumento di analisi è maturata a seguito della crisi che colpì i paesi dell'America Latina nei primi anni '80 (100). Ciò spinse gli organi di controllo di vari paesi nonché la Banca dei Regolamenti Internazionali a porre una maggiore attenzione nella raccolta e nella elaborazione dei dati statistici. Attualmente, la BRI pubblica con cadenza semestrale una segnalazione su base consolidata dei derivati OTC. La rilevazione che ha natura campionaria è limitata solo ai Paesi del G-10. Da dicembre 2004 la rilevazione riguarda anche i derivati di credito.

Il rafforzamento delle statistiche persegue un duplice obiettivo.

In primo luogo la raccolta di dati a livello consolidato permette alle autorità pubbliche di acquisire informazioni utili per analizzare l'operatività degli intermediari, la tipologia di prodotti (e quindi di rischi) negoziati, le oscillazioni dei prezzi dei derivati, le interrelazioni nel funzionamento tra i mercati a pronti e quelli a termine. L'ottica dell'analisi è di tipo «macroprudenziale» (101) in quanto essa mira a valutare le interazioni tra sistema reale e finanziario, la sostenibilità dei rischi assunti dagli intermediari (banche, imprese di investimento, fondi comuni). Inoltre, la diffusione di dati a livello aggregato consente a tutti gli attori del sistema finanziario di effettuare

(97) Si veda sul punto Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 44, marzo 2005.

(98) Si veda sul punto Banca d'Italia, Circolare n. 49, *Manuale per la compilazione della matrice dei conti*, Sezione V, «Informazioni per Paese di controparte».

(99) Il primo importante lavoro sul tema è rappresentato dal *Public Disclosure of Market and Credit Risks by Financial Intermediaries* (cosiddetto «Rapporto Fishers»), pubblicato dall'Euro-Currency Standing Committee nel settembre 1994.

(100) Un'analoga situazione si è verificata sul finire degli anni '90 a seguito della crisi che ha colpito i Paesi asiatici e la Russia: si veda in proposito il *Report of the Working Group on Transparency and Accountability*, October 1998.

(101) Si veda sul punto il *Report of the Working Group on Strengthening Financial Systems*, p. 36.

una valutazione sulla stabilità del sistema economico nonché la capacità di resistere a shock di natura reale o finanziaria (102).

Spesso, a causa della complessità del fenomeno e delle interrelazioni tra vari settori dell'intermediazione finanziaria, tali rilevazioni vengono effettuate in sede internazionale e congiuntamente da più autorità di vigilanza (103). In molti casi ciò ha dato luogo alla produzione di rapporti e di raccomandazioni rivolte a tutti gli operatori in modo da: 1) accrescere l'informativa su fenomeni nuovi (ad esempio il trasferimento del rischio di credito); 2) individuazione dei possibili aspetti di criticità - derivanti dall'innovazione di processo e di prodotto - che devono essere monitorati e presidiati dagli operatori; 3) illustrazione delle linee-guida regolamentari e delle metodologie di analisi che le autorità devono sviluppare alla luce dell'evoluzione del mercato.

La seconda finalità delle rilevazioni statistiche sui derivati è di natura «microprudenziale». L'acquisizione di dati sull'operatività in derivati di ciascun operatore - in primo luogo attraverso le segnalazioni

(102) Una delle proposte avanzate dalla Banca Centrale Europea a seguito dell'indagine compiuta sul mercato dei derivati di credito (cfr. *Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*, May 2004, p. 34) è stata quella di richiedere la pubblicazione da parte della Banca dei Regolamenti Internazionali di statistiche semestrali sui tali prodotti al fine di poter consentire una più compiuta valutazione sul rischio sistemico.

(103) L'esempio più emblematico a questo proposito è dato dalla pubblicazione di numerosi rapporti riguardanti la tematica del trasferimento del rischio di credito. In particolare, tale tematica è stata affrontata congiuntamente dalla Banca d'Italia e dall'Isvap che hanno pubblicato un rapporto sul trasferimento del rischio di credito tra il settore bancario e quello assicurativo. Altre indagini condotte con riferimento al mercato internazionale sono state condotte da: 1) Comitato sulla Stabilità Finanziaria Globale (CGFS), *Credit risk transfer*, December 2002; 2) Joint Forum (Comitato di Basilea, IOSCO e IAIS), *Credit Risk Transfer*, August 2004; 3) Banca Centrale Europea, *Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*, May 2004. Tali rapporti pongono l'accento sulla necessità di presidiare i rischi generati dall'attività in derivati di credito (*in primis* quelli legali), attesa la necessità di dover definire chiaramente le clausole contrattuali (ad esempio, i credit events) che fanno scattare l'obbligo di pagamento per il venditore di protezione. Inoltre, in tali documenti vengono emanate raccomandazioni anche alle autorità di vigilanza per potenziare e affinare gli strumenti di analisi utilizzati per la valutazione dei soggetti vigilati.

di vigilanza - ha l'obiettivo di consentire ai regulators di valutare le strategie aziendali, l'adeguatezza patrimoniale a fronte dei rischi assunti, il livello di concentrazione del rischio di credito per principali controparti, la redditività generata dal comparto finanza, ecc. In tale ambito rientra - tra l'altro - la previsione recentemente introdotta dalla Banca d'Italia (104) che prevede il censimento nella Centrale dei rischi delle posizioni creditorie derivanti dai contratti derivati. Scopo di questa previsione - alla luce delle dimensioni sempre più crescenti che ha assunto il mercato dei derivati OTC - è quello di arricchire le informazioni a disposizione delle banche nel loro processo di affidamento delle proprie controparti.

### 8. Il rischio reputazionale

Il secondo profilo pubblicitario che rileva per le autorità di vigilanza è quello riguardante il rischio reputazionale che le banche assumono quando la controparte dell'operatività in derivati è costituita dalla clientela sia essa rappresentata da «famiglie» sia da «imprese».

In primo luogo, come abbiamo visto nei precedenti paragrafi, le banche negoziano derivati con la propria clientela (ad esempio, *covered warrant* ecc.), oppure collocano titoli o prodotti strutturati anche di terzi (ad esempio, polizze assicurative di tipo index-linked, ecc.). Infine, un altro canale attraverso il quale i derivati sono acquistati dalla clientela è rappresentato dalla sottoscrizione di obbligazioni strutturate emesse dalle banche nell'ambito della normale attività bancaria di raccolta del risparmio.

È dunque essenziale - nel momento in cui uno strumento viene collocato o sottoscritto dalla clientela - che la rete commerciale tenga conto del grado di istruzione di quest'ultima, delle risorse finanziarie a sua disposizione nonché della complessità del prodotto venduto. Spesso, infatti, questi prodotti hanno *payoff* complicati che non con-

(104) Si veda in proposito Banca d'Italia, Circolare n. 139 dell'11 febbraio 1991 - 9° aggiornamento, *Centrale dei rischi: Istruzioni per gli intermediari creditizi*. Il documento è disponibile sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

sentono alla clientela una corretta valutazione della rischiosità implicita.

Negli ultimi anni, la commercializzazione di questi prodotti ha generato nel nostro Paese - come in altri mercati (105) - numerose controversie tra banche e clientela a seguito delle perdite registrate dai risparmiatori in momenti di turbolenza dei mercati finanziari. Tale situazione - oltre a dar luogo in alcuni casi a forme di risarcimento in favore della clientela - ha comportato rilevanti danni reputazionali per tutto il settore finanziario dal momento che il «rapporto fiduciario» che lega le banche alla propria clientela è stato intaccato.

Per questo motivo molte autorità di vigilanza bancaria hanno progressivamente rafforzato i presidi in materia di rapporti con la clientela al fine di rendere noti tutti gli elementi fondamentali di ciascun rapporto contrattuale, nonché le loro variazioni.

Andando ad analizzare la normativa in materia di trasparenza nel nostro ordinamento si deve rilevare, innanzitutto, che essa non è costituita da un corpus unitario ma è articolata in funzione della tipologia di prodotti (strumenti finanziari, prodotti finanziari, prodotti

(105) La situazione testé descritta non riguarda solo il mercato domestico. Un esempio emblematico di questa situazione è dato dalla larga diffusione delle «structured notes» avvenuta verso la metà degli anni novanta sul mercato americano e poi successivamente su quello europeo. Si trattava di strumenti che abbinavano al tradizionale bond uno o più contratti derivati impliciti che erano collegati all'andamento di un indice azionario o ad un tasso di interesse ecc. Tali titoli emessi dalle banche in un periodo congiunturale caratterizzato dalla progressiva riduzione dei tassi di interesse furono acquistati da molte imprese nonché da piccoli risparmiatori alla ricerca di forme di investimento più remunerative rispetto ai titoli di stato. Il successo di questi strumenti presso il pubblico fu immediato in quanto alcune di queste strutture garantivano inizialmente elevati flussi cedolari (in alcuni casi anche del 15%). Peraltro, va osservato come la maggior parte dei sottoscrittori non fu in grado di valutare correttamente la volatilità insita nei derivati incorporati nelle note. Il successivo cambiamento dello scenario macroeconomico modificando l'andamento delle variabili cui i derivati impliciti erano collegati (il crollo dei mercati azionari a causa dello scoppio a bolla speculativa dei titoli tecnologici o il rialzo dei tassi) incise notevolmente sui rendimenti di tali prodotti. In alcuni casi infatti oltre ad un rendimento negativo i risparmiatori dovettero registrare perdite in conto capitale. Ciò dette luogo a numerose dispute legali che ebbero inevitabilmente effetti reputazionali per gli intermediari coinvolti. Sul punto si veda S.M. PHILLIPS, *Derivatives and risk management in the context of banking supervision*, in *BIS Review*, n. 87, 1997.

assicurativi) e dell'attività svolta dalla banca (raccolta del risparmio, negoziazione conto terzi, attività di offerta fuori sede, consulenza, ecc.).

In particolare, la normativa codificata nel titolo VI «Trasparenza delle condizioni contrattuali» del testo unico bancario (d'ora in poi anche TUB) riguarda tutte le operazioni e i servizi bancari offerti dalle banche (106) in Italia, anche se offerti attraverso l'«offerta fuori sede» o con «tecniche di comunicazione a distanza». La disciplina del testo unico della finanza (d'ora in poi anche TUF) riguarda i servizi di investimento e l'attività «accessoria» relativa alla consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari. I controlli sulla disciplina del TUB sono affidati alla Banca d'Italia; quelli sul TUF sono invece ripartiti tra la Banca d'Italia e la Consob. In particolare, all'organo di vigilanza sulle banche spetta il controllo relativo al profilo di stabilità mentre all'organo di controllo sui mercati compete quello relativo alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti verso gli investitori.

La disciplina sulla trasparenza codificata dal legislatore nel TUB persegue due obiettivi. In primo luogo, attraverso la pubblicazione di informazioni e notizie sui prodotti e i servizi bancari si promuove e si accresce la concorrenza nel settore finanziario. In secondo luogo, il rispetto di tale normativa riduce i rischi reputazionali e quindi la possibilità di essere coinvolti in controversie legali i cui effetti possono riflettersi sul conto economico degli intermediari. Ciò implica che la banca opera secondo criteri improntati alla sana e prudente gestione.

Con particolare riguardo alla problematica «derivati» va osservato che la normativa di vigilanza emanata dalla Banca d'Italia in attuazione delle delibera (107) CICR del 4 marzo 2003 prevede che l'acqui-

(106) Si tratta sia delle banche autorizzate in Italia sia di quelle che operano tramite la libera prestazione di servizi. Si veda Banca d'Italia, *Istruzioni di Vigilanza per le banche*, Titolo X, Capitolo 1, p. 3, Luglio 2003.

(107) Si tratta della Delibera relativa alla *Disciplina delle trasparenza delle condizioni contrattuali delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*. Tale delibera è stata pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale del 27 marzo 2003, n. 72.

sto da parte dei consumatori<sup>(108)</sup> di prodotti complessi<sup>(109)</sup> e di titoli strutturati<sup>(110)</sup> emessi dalle banche debba essere preceduto dalla consegna al cliente del « *foglio informativo*». Tale «prospetto» ha il compito di rendere comparabili le diverse offerte contrattuali nonché di facilitare la comunicazione con la clientela attraverso l'indicazione di informazioni sull'intermediario (denominazione giuridica, codice ABI, capitale sociale e riserve risultanti dall'ultimo bilancio approvato, ecc.), sulle caratteristiche (indicazione sintetica della struttura e della funzione economica dell'operazione), sui rischi (rischio di tasso di interesse, di cambio, rischi connessi con meccanismi di indicizzazione o con eventuali componenti derivativi, ecc.), sulle condizioni economiche (tassi di interesse, periodicità e modalità di calcolo, ecc.) e sulle clausole contrattuali dell'operazione o del servizio (foro competente, termini per il recesso, organi e procedure per la composizione stragiudiziale delle controversie, ecc.).

La disciplina<sup>(111)</sup> emanata dalla CONSOB in attuazione delle norme del TUF (art. 21 e ss.) prevede, in capo agli intermediari, una serie obblighi di trasparenza e correttezza a fronte delle transazioni compiute nei confronti della clientela. Inoltre, particolari previsioni sono disposte per quanto riguarda i derivati. In particolare, l'art. 28 del Regolamento Intermediari, emanato dalla Consob con riferimen-

to a tali operazioni, prevede l'obbligo per gli intermediari di comunicare prontamente e per iscritto all'investitore le operazioni stipulate per finalità di copertura che hanno generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore delle attività costituite a titolo di provvista e garanzia per eseguire le operazioni.

Per quanto riguarda invece, l'attività di collocamento, la normativa prevede - a carico dei soggetti emittenti e degli intermediari - l'obbligo di rispettare la disciplina in materia di «*sollecitazione all'investimento*»<sup>(112)</sup>, la quale comporta, tra l'altro, la predisposizione di un prospetto informativo, ai sensi dell'art. 94 e ss. da parte dell'emittente che è soggetto all'approvazione della Consob. Tale documento deve contenere le informazioni necessarie affinché gli investitori possano formulare un giudizio fondato sulla situazione patrimoniale ed economica attuale nonché sull'evoluzione prospettica dell'emittente nonché sui prodotti finanziari. Deve, peraltro, osservarsi, che i prodotti assicurativi e bancari diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire azioni attualmente non sono soggetti a tale disciplina in quanto l'art. 100, comma 1°, lett. f) prevede uno specifico regime di esenzione per tali fattispecie.

Infine, va osservato come gli intermediari hanno avviato, analogamente a quanto avvenuto negli altri Paesi<sup>(113)</sup>, forme di autoregolamentazione, attraverso le associazioni di categoria, per innalzare il livello<sup>(114)</sup> della trasparenza nei rapporti con la clientela specie per

(112) Per sollecitazione all'investimento si intende ai sensi dell'art. 1, lett. t) del TUF «ogni offerta invitata a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolta al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari».

(113) Esempi simili sono riscontrabili anche in altri Paesi. Ad esempio, negli Stati Uniti diverse banche hanno sottoscritto un codice deontologico volto ad accrescere la trasparenza in materia di operatività in derivati allorquando le operazioni sono poste in essere con la clientela. Si veda in proposito T. PADOA SCHIOPPA, *I prodotti derivati: profili di interesse pubblico*, Banca d'Italia, *Bollettino economico*, n. 26, 1995.

(114) Un'indagine condotta nel corso del 2003 dall'ABI su un campione di risparmiatori ha evidenziato che solo il 33% degli italiani aveva fiducia nelle banche. In particolare, la ricerca aveva evidenziato che i punti più critici nel rapporto banca-clientela riguardavano la «... scarsa chiarezza sulle condizioni dei conti correnti, l'opacità, delle condizioni contrattuali...». Si veda sul punto il *Supplemento dedicato al primo anno di attività del progetto PattiChiari*, ABINNEWS, ottobre 2004.

(108) Con tale espressione si intendono solo le persone fisiche che agiscono per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale normalmente svolta.

(109) I prodotti complessi in base alle istruzioni amministrative emanate dalla Banca d'Italia (cfr. *Istruzioni di vigilanza*, Titolo X, Capitolo 1, p. 4, Luglio 2003) sono schemi negoziali composti da due o più contratti tra loro collegati che realizzano un'unica operazione economica.

(110) Per prodotti strutturati in base alle istruzioni amministrative emanate dalla Banca d'Italia (cfr. *Istruzioni di vigilanza*, Titolo X, Capitolo 1, p. 4, Luglio 2003) si intendono i titoli che incorporano uno strumento di debito di tipo tradizionale e un contratto derivato.

(111) In particolare si fa riferimento alla parte II (*Disciplina della prestazione dei servizi di investimento e accessori e del servizio di gestione collettiva del risparmio*) del Regolamento Intermediari del luglio 2003 emanato con la delibera n. 11522 del 1° luglio 1998 e successive modificazioni. A titolo esemplificativo, ma non certo esaustivo, si richiamano in questa sede l'obbligo di consegnare un documento di carattere generale sui rischi, la necessità di eseguire le operazioni limitando i costi a carico del cliente, il divieto di effettuare operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione, ecc.

quanto riguarda operazioni complesse. Un esempio particolarmente significativo è rappresentato dal progetto «*patti chiari*» promosso dalle banche e dall'associazione di categoria nel settembre 2003. Tale iniziativa - alla quale partecipano 182 banche che rappresentano l'86% del sistema - mira a creare un clima di fiducia tra banche e consumatori nonché ad accrescere la trasparenza e l'efficienza dei servizi offerti. Con particolare riferimento alla problematica dei derivati il progetto fornisce alla clientela informazioni sulle obbligazioni bancarie strutturate e subordinate. Attraverso questi servizi le banche che aderiscono al consorzio «patti chiari» mirano a rendere consapevoli i clienti privi di esperienza dei rischi connessi con gli investimenti effettuati.

Tali iniziative si aggiungono a quelle previste dalla legislazione primaria e secondaria e mirano a diffondere standard di comportamento che possono accrescere la fiducia dei risparmiatori sull'operatività del sistema bancario.

### 9. *Profili di interesse per le autorità di controllo sui sistemi di compensazione e regolamento*

Nel corso dei precedenti paragrafi, abbiamo visto come gli strumenti derivati si caratterizzano per la produzione di flussi di pagamento legati al valore di mercato di una sottostante attività finanziaria o creditizia, di una valuta, di un tasso di interesse di riferimento, etc. Il regolamento monetario dei flussi generati dalle posizioni in derivati, analogamente a quanto avviene per gli altri prodotti finanziari, non può prescindere dal corretto funzionamento dei sistemi di pagamento (115) e regolamento titoli e dall'efficienza e affidabilità del-

(115) In un'accezione ampia, i sistemi di pagamento consistono in una serie di strumenti, accordi istituzionali, procedure interbancarie e, di norma, sistemi interbancari di trasferimento fondi che facilitano la circolazione della moneta. Tali sistemi svolgono quindi un ruolo chiave in un'economia moderna, in virtù della dipendenza di molte attività economiche da tali sistemi, tra cui le infrastrutture di supporto dei mercati finanziari per il regolamento dei titoli scambiati a fronte dello scambio dei flussi monetari. I sistemi di pagamento e i sistemi di compensazione e regolamento titoli, compresi quelli che gestiscono le posizioni in strumenti de-

le connesse infrastrutture di supporto. Tali sistemi prevedono il coinvolgimento di soggetti bancari e non bancari, il ricorso ampio alla tecnologia, l'applicazione di norme giuridiche concernenti attività eterogenee e, soprattutto, la definitività delle disposizioni di pagamento elettroniche (116). Inoltre, gli elevati volumi trattati nei sistemi di compensazione e regolamento e l'interdipendenza che si stabilisce fra i pagamenti interbancari e quelli su strumenti finanziari possono provocare rischi di contagio tra i diversi operatori, a fronte di posizioni illiquide o di problemi tecnici di singoli intermediari. Eventuali crisi di fiducia nei meccanismi di regolamento possono ripercuotersi sulla stabilità e sull'efficiente funzionamento dei mercati finanziari in generale.

Data la natura differenziale dei contratti derivati, dove in genere non è prevista anche la consegna dei titoli sottostanti e il regolamento si risolve in flussi di denaro tra le parti, non vi sono i problemi connessi alla contestualità della consegna contro pagamento (DVP) tipici dei mercati a pronti. Tuttavia, sorge un altro problema, derivante dal fatto che, «a differenza delle contrattazioni a pronti, per la maggior parte dei prodotti derivati l'importo delle reciproche obbligazioni e il segno stesso di esse non sono noti quando si stipula il contratto» (117). Ciò accresce l'incertezza del regolamento e quindi il rischio di controparte valutabile ex ante. Come vedremo, tali questioni si pongono in modo diverso a seconda che i derivati siano scambiati in mercati organizzati o a livello OTC.

Le interconnessioni tra i sistemi di pagamento e il mercato dei derivati sono legate al fatto che la transazione a fronte del calcolo e il versamento dei «margini» finanziari rappresenta un contratto a prestazioni corrispettive in cui due operatori si scambiano e regolano flussi monetari (cd. gamba contante) attraverso varie modalità: conti

rivati, devono essere sicuri ed efficienti affinché sia preservata la stabilità del sistema finanziario. Cfr. Banca Centrale Europea, *Il ruolo dell'Eurosistema nei sistemi di pagamento e di compensazione*, in *Bollettino Economico*, Aprile 2002, p. 47 ss.

(116) C. TRESOLDI, *Tendenze in atto nei sistemi di regolamento dei titoli: il punto di vista di una banca centrale*, Banca d'Italia, *Documenti*, Roma, 2000.

(117) T. PADOA SCHIOPPA, *I prodotti derivati: profili di interesse pubblico*, Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 26, 1995.

correnti di corrispondenza (soprattutto nel settore OTC), sistemi di regolamento lordo e netto (118). Se una delle controparti non chiude la propria posizione versando in forma monetaria il proprio saldo debitorio, l'altra subisce una perdita (cd. rischio di controparte).

Le posizioni debitorie o creditorie possono essere regolate nell'ambito di sistemi di compensazione, ossia tramite una serie di procedure attraverso le quali le istituzioni finanziarie scambiano dati e/o documenti relativi ai trasferimenti di fondi o di titoli ed elaborano posizioni nette su base bilaterale e/o multilaterale tra più operatori o nell'ambito di più procedure di liquidazione titoli (es. obbligazioni, azioni, altri mercati).

La compensazione bilaterale trasforma i flussi tra ciascuna coppia di controparti in una singola obbligazione netta. La compensazione multilaterale, invece, calcola le posizioni nette di tutti i partecipanti al sistema e determina un unico saldo per ciascuna controparte all'interno del sistema.

Il vantaggio di utilizzare i sistemi di compensazione multilaterali è legato essenzialmente alla riduzione dei costi di transazione connessi alla riduzione del numero di scambi e alla flessione delle riserve di liquidità necessarie, soprattutto a livello infragiornaliero, per regolare singolarmente, nei confronti di ciascuna controparte, le partite a debito a fronte di scambi sui mercati finanziari, come avviene ad esempio nei sistemi di regolamento lordo.

La compensazione, inoltre, riduce il numero di singole obbligazioni o posizioni, in quanto - come sopra accennato (cfr. *sub supra*,

par. 3) - si calcola una unica posizione a debito o a credito nei confronti del sistema (119).

Nel caso di «compensazione tramite controparte centrale» (120), invece, un soggetto terzo si interpone quale acquirente per il venditore e quale venditore per l'acquirente, dando così origine a nuovi contratti che sostituiscono il singolo contratto originario. Così facendo, in sostanza, la controparte centrale evita che gli intermediari siano esposti al rischio di inadempienza della propria controparte. Per far questo, essa si protegge raccogliendo dai propri partecipanti garanzie (margini) commisurate al valore delle obbligazioni assunte, in linea con lo schema tipico del prodotto derivato, oltre ad imporre requisiti patrimoniali per i partecipanti al sistema di clearing e per l'esposizione giornaliera.

Da un punto di vista operativo, la controparte centrale consente agli intermediari aderenti anche la possibilità di regolare le operazioni «per differenza», chiudendo cioè la posizione prima della scadenza e pagando o ricevendo solo la differenza tra il valore delle operazioni intermedie (121). In estrema sintesi, quindi, lo schema della *clearing house* si pone al centro del funzionamento dello schema tipico del mercato dei derivati, con i seguenti benefici per gli operatori: a) standardizzazione e riduzione dei costi transattivi; b) riduzione del rischio di controparte tra operatori; c) anonimato delle negoziazioni; e) riduzione del numero di contrattazioni e gestione efficiente della liquidità. Ciò vale soprattutto per prodotti di tipo standardizzato, in genere collegati ad attività scambiate in mercati «ufficiali» (cfr. *sub nota* 17).

Illustriamo brevemente quali sono i rischi connessi all'adozione di un determinato sistema di pagamento, che si aggiungono a quelli tipici legati all'operatività in derivati e descritti nei precedenti paragrafi. In generale, la letteratura sui sistemi di pagamento e i documenti

(119) D'altro canto, la compensazione multilaterale accresce anche i rischi di propagazione delle insolvenze verso soggetti non direttamente coinvolti nell'operazione non andata a buon fine.

(120) Banca Centrale Europea, *Bollettino Economico*, Agosto 2001.

(121) A. FINOCCHIARO - A. CONTESSA, *La Banca d'Italia e i problemi del governo della moneta*, Banca d'Italia, 2004, p. 301.

prodotti dagli organismi di cooperazione internazionale (es. BRI, BCE) raggruppano i rischi che si generano nei sistemi di pagamento in tre categorie concettuali: rischi finanziari, rischi legali e rischi operativi.

I rischi finanziari comprendono quelli di liquidità e di credito. I primi riguardano la possibilità che un partecipante a un sistema di pagamento non disponga, in un determinato momento, di fondi sufficienti per onorare le proprie obbligazioni all'interno del sistema stesso; il rischio di credito, invece, che implica ovviamente quello di liquidità, sottintende anche l'incapacità strutturale da parte del partecipante di far fronte alle proprie obbligazioni per insufficienti disponibilità patrimoniali.

Il rischio legale configura invece il rischio derivante da un quadro normativo e regolamentare inadeguato o che genera incertezze (ad esempio sul momento in cui il trasferimento monetario è considerato irrevocabile).

I rischi operativi, infine, esasperati dai tragici eventi dell'11 settembre 2001, rappresentano i fattori tecnici, quali i malfunzionamenti, anche a seguito di eventi catastrofici, e gli errori che possono compromettere la capacità di regolare le proprie obbligazioni, acuen-do così i rischi di liquidità e di credito insiti nel sistema.

Tali rischi assumono particolare rilevanza nell'ambito di un sistema di pagamento, in quanto possono propagarsi in modo esponenziale (cd. rischio sistemico), anche sui partecipanti liquidi, proprio in virtù delle strette interazioni tra gli aderenti come sopra accennato soprattutto nel descrivere gli schemi di compensazione. Nel caso in cui intervenga la controparte centrale, i suddetti rischi sono accentrati presso quest'ultima, al fine di assicurare la regolarità dei pagamenti e delle eventuali consegne di titoli connessi a tali contratti.

Viene correttamente osservato<sup>(122)</sup> che nella sostituzione delle controparti originarie, la *clearing house* sostiene uno specifico rischio di liquidità in quanto, anche in caso di inadempimento di uno o più dei suoi membri, deve far fronte puntualmente e regolarmente ai paga-

(122) P. STECCONI, *Compensazione e regolamento dei prodotti derivati. il ruolo della clearing houses*, in R. VIOLI, *op. cit.*, 2000, p. 195 ss.

menti a favore dei membri non inadempienti, per evitare che emergano dubbi sulla sua solvibilità.

La stabilità della *clearing house* diviene quindi condizione necessaria per il corretto funzionamento del mercato dei derivati e dei sistemi di pagamento ad essi connessi<sup>(123)</sup>: «difficoltà o ritardi nel completamento dei pagamenti o nelle consegne dei titoli da parte delle clearing house possono causare difficoltà ai destinatari degli stessi nell'effettuare, a loro volta, pagamenti o consegne di titoli su altri circuiti di pagamento o di regolamento di titoli, ponendone in pericolo la funzionalità». Come sopra menzionato, i pagamenti immessi o ricevuti dalle *clearing house*, infatti, non sono paragonabili ai tradizionali scambi tra titoli, i cui rischi di controparte (credito, liquidità, ecc.) possono essere in gran parte neutralizzati attraverso i meccanismi DVP<sup>(124)</sup>. I trasferimenti monetari inerenti i contratti in strumenti derivati sono rappresentati di perdite (pagamenti immessi) o guadagni (incassi ricevuti) su una posizione. Tuttavia, il fallimento della *clearing house*, che nel ciclo negoziazione-regolamento, accentra presso di sé il rischio di controparte (liquidità, credito, ecc.), determina la diminuzione netta delle risorse a disposizione dei partecipanti in posizione creditoria. Se il saldo monetario creditore nei confronti della *clearing house* viene meno, la stessa flessione di liquidità può ingenerare contagio presso le posizioni aperte in altri sistemi, soprattutto se nell'ambito di schemi di compensazione.

A seguito dei recenti sviluppi tecnologici e delle riforme inerenti i sistemi di pagamento in Europa, della crescente integrazione finanziaria e dei processi di *consolidation* del settore, si rafforza sia il ruolo delle controparti centrali (anche nei mercati a pronti), nonché l'esigenza di favorire la standardizzazione e di approntare collegamenti «remoti» tra sistemi per il regolamento in contante delle posi-

(123) P. STECCONI, *op. cit.*, p. 195 ss.

(124) Gli schemi DVP diffusi nei sistemi di regolamento titoli, in analogia ai sistemi real time per la parte contante, determinano la cd. consegna contro pagamento in quanto assicurano la contestualità tra consegna dei titoli e pagamento del contante facendo sì che la controparte di un soggetto inadempiente mantenga la disponibilità del controvalore (es. titoli non ricevuti) ovvero dei titoli (non pagati) inadempiente).

tare un determinato «timing» di regolamento (cd. cut off) per flussi che vengono calcolati sulla base dell'andamento dei corsi di mercato e delle regole di partecipazione ai sistemi di *clearing*.

In Europa, tra le principali controparti centrali che permettono il regolamento di posizioni in strumenti derivati, generalmente su attività standardizzate negoziate presso mercati regolamentati (es. future, option e anche swap) troviamo la LCH Clearnet (Londra), Clearnet SBPSA (Parigi), Eurex Clearing AG (Francoforte). A livello mondiale, inoltre, rilevano la DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation, New York) e la Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx). La LCH, per citare uno degli esempi più significativi, è la controparte centrale per gli operatori del London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE), uno dei principali mercati di derivati al mondo. In alcuni casi LCH Clearnet tratta anche la compensazione e il regolamento dei flussi derivanti da operazioni OTC, quali interest rate swaps, che riguardano soprattutto grandi banche a livello internazionale (cd. *global player*). In tali casi, una volta contabilizzati e compensati i flussi monetari, essi vengono regolati accedendo direttamente a sistemi di regolamento lordo gestiti dalle banche centrali nazionali. Non vi è necessariamente un legame biunivoco quindi tra operazioni OTC (senza «controparte centrale») e regolamento via conti correnti di corrispondenza, a testimonianza del fatto che le scelte di *business* più convenienti possono configurarsi diversamente lungo le fasi della filiera «negoziazione-scambio-regolamento finale»<sup>(126)</sup>. Ciò non toglie, come più volte ricordato, che inadempienze o malfunzionamenti che si producono in una delle fasi del ciclo di regolamento possano retroagire sugli altri segmenti del mercato o comunque impedire l'esecuzione del contratto/scambio.

<sup>(126)</sup> In breve, per quanto riguarda i flussi derivanti dall'operatività in derivati OTC, pur in assenza di controparte centrale e/o di meccanismi di compensazione multilaterali, come già accennato nel testo, il relativo regolamento monetario può avvenire bilateralmente - sulla base delle scelte di convenienza degli operatori - sia movimentando conti correnti di corrispondenza «reciproci», sia attraverso sistemi real time (RTGS) nazionali o sovranazionali (es. Target) dove le controparti si regolano i rispettivi flussi (ad es. per contratti di plain vanilla swaps) con semplici ordini di bonifico e trasferimento di base monetaria.

zioni in titoli e strumenti derivati. Ciò è interessante soprattutto con la fase del settore delle infrastrutture di supporto ai mercati finanziari (sistemi di regolamento dei titoli) dove da tempo permangono forti segmentazioni nazionali. La possibilità per le *clearing house*, ad esempio nell'Eurosistema già con l'introduzione del sistema Target e ancor più con le interconnessioni al futuro Target 2<sup>(125)</sup>, di regolare direttamente attraverso un sistema di regolamento lordo transnazionale (Real Time Gross Settlement System - RTGS) e di accedere anche ad una serie di *facilities* per l'efficiente gestione della liquidità, agevola il regolare trasferimento dei flussi.

Con specifico riferimento al cd. rischio legale, la direttiva sulla *selement finality* si applica anche i pagamenti a fronte di operazioni presso *clearing house*, riducendo quindi i problemi circa la «definitività» o irrevocabilità del momento in cui i pagamenti sono immessi. Tra l'altro, la crescita negli ultimi anni del ruolo delle *clearing house*, anche nei mercati «a pronti», determina sì una migliore gestione del rischio di controparte (ad esempio per illiquidità, etc.), ma fa aumentare la complessità nei meccanismi di previsione del fabbisogno di liquidità delle tesorerie degli operatori che ricevono o versano margini di garanzia. Si riduce cioè l'esigenza di detenere scorte liquide a fronte di singole controparti, grazie alla presenza di organismi centralizzati, ma aumenta l'erraticità dei saldi da regolare e l'esigenza di rispet-

<sup>(125)</sup> Il progetto Target 2, ormai entrato nella sua fase di realizzazione grazie all'approvazione nel luglio 2004 da parte del Consiglio direttivo della BCE, prevede un superamento dell'attuale configurazione di Target, il sistema di regolamento lordo europeo operante dal 1999, che collega i diversi sistemi nazionali per il regolamento delle operazioni di politica monetaria e il trasferimento della liquidità tra gli operatori all'interno dell'Eurosistema. Target 2 prevede la costituzione di una unica infrastruttura europea in sostituzione delle *n* infrastrutture nazionali, per una gestione operativa più efficiente sia della politica monetaria sia del regolare funzionamento del sistema dei pagamenti, coerentemente con le esigenze degli operatori che sviluppano meccanismi innovativi di gestione delle riserve liquide e contemporaneamente all'allargamento ai nuovi paesi dell'Unione Europea che adotteranno l'Euro. Cfr. Banca d'Italia, Relazione annuale per il 2004, p. 481. Per una disamina del progetto Target 2 e le implicazioni per i sistemi di compensazione e regolamento, cfr. C. TRESOLDI, *La convergenza tra politiche nazionali, europee ed internazionali per i sistemi di pagamento*, Convegno ABI-SWIFT, Roma, 16/4/2003 e Informazioni Birel, *Da Target a Target2*, Banca d'Italia, n. 1/2004.



lamento in base monetaria nei confronti delle banche commerciali (es. Target in Europa, Fedwire in USA, BoJ-net in Giappone), sia attraverso l'attività e gli standard di sorveglianza per assicurare sistemi di pagamento (pubblici e privati) efficienti ed affidabili, svolgendo infine anche una funzione di indirizzo, di coordinamento, di «catalizzazione» della cooperazione fra intermediari e fra questi e la banca centrale.

Tali aspetti investono anche i sistemi di pagamento e compensazione che interessano i mercati degli strumenti derivati. L'urgenza di ridurre il rischio sistemico, ossia l'eventualità che il fallimento di un operatore determini un «effetto domino» sugli altri operatori attraverso sistemi di pagamento e regolamento titoli integrati, minacciando così la stabilità finanziaria di sistema, ha condotto le banche centrali alla definizione di principi condivisi a livello internazionale per il contenimento del rischio nei sistemi di compensazione e all'adozione generalizzata di sistemi di regolamento lordo per la «gamba» contante (Real Time Gross Settlement - sistemi di regolamento lordo in tempo reale).

La recente evoluzione di tali sistemi in Europa verso una *Single Shared Platform*, ossia una unica infrastruttura condivisa, rispetto alle infrastrutture nazionali oggi interconnesse e la piena integrazione tecnico-funzionale con i cd. *ancillary systems*<sup>(128)</sup>, che ricomprendono le *clearing house* sui contratti derivati, dovrebbero ulteriormente agevolare le possibilità di regolamento delle operazioni finanziarie in moneta di banca centrale a livello di Euroistema.

In Italia, attualmente, i margini di garanzia sui derivati riferiti a

penzione e regolamento titoli, collegato anche ai compiti di sorveglianza sui sistemi di pagamento per il contestuale scambio del «contante» o di moneta, il Testo Unico della Finanza del 1998 attribuisce alla Banca d'Italia e alla Consob una serie di responsabilità condivise per assicurare la trasparenza, la stabilità di tali sistemi, efficienza complessiva e il buon funzionamento del mercato finanziario. Tali competenze sono attribuite anche nei confronti dei soggetti che svolgono attività di compensazione e regolamento delle attività in derivati (es. controparte centrale) e dei connessi sistemi di garanzia.

<sup>(128)</sup> I sistemi cioè che danno esecuzione agli scambi realizzati nei sottostanti mercati finanziari e valutari e che regolano le posizioni finali nei sistemi Real Time Gross Settlement - sistemi di regolamento lordo in tempo reale.

In un'ottica di controlli pubblicistici, l'esigenza di tutelare la stabilità del sistema finanziario promuovendo sistemi di pagamento efficienti ed affidabili rappresenta un compito tipico delle Banche centrali (127), le quali agiscono sia offrendo direttamente servizi di rego-

<sup>(127)</sup> Il compito di preservare il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento è in genere attribuito alle banche centrali, coerentemente con le proprie responsabilità di tutelare l'efficacia della politica monetaria, la stabilità complessiva del sistema finanziario e la fiducia nei mezzi monetari scambiati. Per una recente illustrazione delle problematiche connesse ai sistemi di pagamento e il ruolo della banca centrale, cfr. C. TRESOLDI, *Economia dei sistemi di pagamento*, Bologna, Il Mulino, 2005. A livello di Euroistema il fondamento normativo dei compiti in materia di sistemi di pagamento è contenuto nel Trattato dell'Unione Europea (art. 105, quarto comma) e nello Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali (art. 22), cui è riconducibile indirettamente anche il ruolo di promuovere sistemi di compensazione e regolamento titoli efficienti ed affidabili (cfr. BCE, «Il ruolo dell'Euroistema nei sistemi di pagamento e di compensazione», in *Ball econ.*, aprile 2002, p. 47 e ss). A tal fine, le banche centrali possono gestire direttamente sistemi di pagamento per assicurare la definitività dei pagamenti (es. sistemi di regolamento lordo in tempo reale - RGTS quale è Target in Europa), oppure svolgere il ruolo di catalizzatori del miglioramento di tali sistemi (compresi quelli gestiti da privati) o, ancora, esercitare l'attività di sorveglianza sul sistema dei pagamenti in generale che prevede anche l'emanazione di norme e standard di efficienza ed affidabilità. Tale attività si distingue dalla tradizionale azione di vigilanza sui singoli intermediari in quanto riguarda i sistemi e i relativi criteri di gestione e di accesso. Il fondamento economico della funzione è rinvenibile oltre che nella necessità di prevenire le externalità negative che determinano il cd. rischio sistemico, anche nell'esigenza di ridurre i problemi di coordinamento tra operatori (coordination failures) e i rischi di eccessiva concentrazione di potere di mercato presso di essi che possono configurare equilibri inefficienti dell'industria. Sul punto cfr., da ultimo, Banca dei Regolamenti Internazionali, *Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems*, Basilea, maggio 2005. In Italia, i compiti di sorveglianza sul sistema dei pagamenti sono attribuiti alla Banca d'Italia dall'art. 146 del Testo Unico Bancario, esercitati nell'ambito del SEBC secondo principi di sussidiarietà: «la Banca d'Italia promuove il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. A tal fine essa può emanare disposizioni volte ad assicurare sistemi di compensazione e di pagamento efficienti ed affidabili». La normativa di attuazione dell'articolo 146 Tub (cfr. provv. del 24 febbraio 2004, in GU n. 75, 30/3/2004), ha specificato che i sistemi «efficienti» sono quelli che offrono servizi rapidi, economici e pratici per gli utilizzatori, nonché vantaggiosi per i mercati finanziari e per l'economia; i sistemi «affidabili», invece, sono quei sistemi dove avviene il contenimento del rischio sistemico e degli altri rischi - quali i rischi di liquidità, di credito, legali e operativi (cfr. *sub infra*, nel testo) - che possono compromettere o influenzare negativamente il corretto e continuo funzionamento dei sistemi di pagamento e la fiducia del pubblico negli strumenti di pagamento. Con particolare riguardo al ruolo di supervisore sui sistemi di com-

strumenti negoziati nei mercati regolamentati, gestiti dalla Cassa di compensazione e garanzia (la controparte centrale in Italia), sono già da tempo regolati attraverso il sistema BI-REL (componente italiana di Target), il sistema di regolamento lordo nazionale, sui conti detenuti presso la Banca d'Italia.

### 10. Le implicazioni per la politica monetaria: cenni

I prodotti derivati e la finanza innovativa in generale influenzano le modalità di attuazione della politica monetaria in diversi modi (129): a) nel meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari e nella detenzione di scorte monetarie presso gli operatori; b) nell'accrescimento delle informazioni e del valore segnaletico delle attività finanziarie circa le aspettative sui tassi di interesse; c) nell'ampliamento delle possibilità operative della banca centrale. Esaminiamo più in dettaglio, al fine di completare il quadro di riferimento per valutare le implicazioni per le Autorità pubbliche in seguito allo sviluppo di prodotti collegati alla finanza innovativa.

A) *Meccanismo di trasmissione.* Con riferimento al meccanismo di trasmissione, la politica monetaria influenza i tassi di interesse a breve e quindi, indirettamente, la curva dei tassi a medio-lungo termine, al fine di tenere sotto controllo le dinamiche inflazionistiche di un determinato sistema economico. Il meccanismo di trasmissione si basa sulla creazione o distruzione di base monetaria attraverso gli interventi della banca centrale per il mantenimento di un certo obiettivo di tasso di interesse a seguito del fatto che, in estrema sintesi, ogni unità di base monetaria immessa nel sistema si traduce in un ammontare più che proporzionale di moneta (viene cioè «moltiplicata»), a opera del sistema bancario. La banca centrale agisce sui segmenti a breve del mercato finanziario (ad esempio acquista titoli immettendo

liquidità nel sistema per aumentare i prezzi delle attività, far flettere i relativi rendimenti o tassi di interesse ed espandere l'attività economica). L'impulso indiretto di politica monetaria sui tassi a medio-lungo termine è legato alla sostituibilità tra le diverse attività finanziarie con rapidi aggiustamenti di portafoglio da parte degli operatori. La presenza dei derivati agevola la trasmissione delle variazioni dei rendimenti sulle diverse scadenze delle attività e passività finanziarie sottostanti e, quindi, amplifica la reazione dei tassi a lunga scadenza alle operazioni di politica monetaria. Inoltre, il «trasferimento del rischio» indotto dalle transazioni sui derivati genera una traslazione del riaggiustamento di portafoglio, a seguito di operazioni della banca centrale, verso soggetti che non sarebbero stati interessati senza le opportunità offerte dai derivati e che avrebbero così frenato l'impulso trasmissivo.

Allo stesso tempo, tuttavia, la crescita del grado di sostituibilità tra attività e passività finanziarie indotta dagli strumenti derivati può rendere più difficile l'azione della banca centrale, in quanto possono divenire più instabili le relazioni tra aggregati finanziari (moneta, credito) e gli obiettivi della banca centrale. Per fare un esempio, la banca centrale con il termine di «moneta» identifica un determinato aggregato di differenti attività finanziarie, caratterizzate da un diverso grado di liquidità che possono essere prontamente utilizzate come mezzo di pagamento. La quantità di moneta in circolazione influenza la capacità di spesa e di investimento dei soggetti economici e, alla lunga, ha effetti sul livello dei prezzi dei beni e servizi scambiati sui mercati reali, oltre che sul valore della attività finanziarie. È quindi importante per la banca centrale tenere sotto controllo l'andamento di un determinato aggregato monetario per anticipare gli effetti dei fenomeni inflazionistici. La presenza di derivati nei mercati finanziari può ridurre però l'utilità di osservare aggregati tradizionali ampi, che includono ad esempio depositi bancari a tempo, in quanto essi possono essere facilmente surrogati da prodotti sintetici, che forniscono al sistema «liquidità sintetica» o «artificiale» non osservata direttamente dalla banca centrale. In breve, gli strumenti derivati possono in parte sostituire l'aggregato monetario considerato dalla banca centrale e, quindi, renderlo meno indicativo del grado di liquidità effettivo del sistema. Infine, proprio la presenza di strumenti derivati ren-

(129) Cfr. Banca Centrale Europea, *Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria*, in *Bollettino Economico*, maggio 2000 e A. ROSSETTI, *I derivati come strumento di intervento della banca centrale*, cit., p. 101 ss. Vedi anche T. PADOA-SCHIOPPA, *op. cit.*

de meno stringente la differenza tra canale creditizio e canale monetario per gli impulsi di politica monetaria. Ciò per il fatto che si riduce l'imperfetta sostituibilità tra credito e moneta o meglio, «nella misura in cui i prodotti derivati consentono di accrescere la sostituibilità fra credito bancario e titoli, sia nell'attivo bancario sia nel finanziamento alle imprese, il canale creditizio tende a perdere di rilevanza mentre aumenta la valenza trasmessa delle operazioni di mercato aperto per l'aggiustamento dei portafogli e dei tassi di interesse.

B) *Accrescimento delle informazioni e del valore segnaletico delle attività finanziarie circa le aspettative sui tassi di interesse.* Un aspetto fondamentale per la politica monetaria collegato all'avvento della finanza innovativa è quello legato al miglioramento della qualità degli indicatori e delle informazioni disponibili sulle aspettative dei mercati riguardo a diverse variabili macro economiche fondamentali. I prezzi delle attività finanziarie riflettono, infatti, le aspettative dei mercati sul futuro attualizzate nel periodo corrente. Ciò vale anche per gli strumenti derivati. Facciamo alcuni esempi. I contratti di opzione rendono possibile la stima della variabilità o volatilità futura attesa del rendimento di un'attività, la quale a sua volta fornisce una misura dell'incertezza che il mercato avrà sull'andamento futuro. Ciò permette alle banche centrali di isolare, nei movimenti dei tassi di interesse a lungo termine, la componente legata alle aspettative di inflazione rispetto a quella che riflette i premi per il rischio di oscillazione dei prezzi dei titoli legate a fenomeni speculativi. Nel caso dei contratti future, essi forniscono indicazioni essenziali sull'evoluzione futura dei tassi delle attività a pronti sottostanti, in aggiunta a quelle ricavabili dalla struttura dei rendimenti a pronti. Tali informazioni sono importate per la politica monetaria, poiché offrono alla banca centrale uno strumento con il quale confrontare le proprie valutazioni riguardo ai rischi per la stabilità dei prezzi e quindi per la definizione di adeguate misure con le quali affrontare tali rischi.

C) *Possibilità operative della banca centrale.* I derivati, infine, ampliano le possibilità operative per le banche centrali di intervenire sui mercati non solo con gli strumenti a pronti. Il vantaggio di operare in derivati è essenzialmente quello di poter impiegare un capitale limitato e in forma «sterilizzata», cioè senza influenzare direttamente l'offerta di base monetaria.

In breve, pur nella perdita del valore segnaletico di alcuni aggregati monetari, la politica monetaria beneficia di nuove opportunità e non vede ridurre la propria efficacia in seguito alla presenza di strumenti di finanza innovativa, sia in quanto aumenta la velocità di trasmissione degli impulsi sui mercati monetari e finanziari; sia per il contributo informativo aggiunto che gli strumenti derivati apportano al completamento dei mercati finanziari. I prodotti derivati, quindi, tendono a ridistribuire il rischio collegato alle oscillazioni del tasso di interesse e non ad annullarlo o a sterilizzare gli interventi della banca centrale. Tuttavia, la complessità tecnica dei nuovi strumenti e l'amplificazione degli effetti sulla struttura a termine dei tassi richiede una maggiore attenzione da parte del regolatore pubblico nel considerare i nuovi prodotti, oltre alle attività tradizionali, e interpretare i segnali del mercato in modo coerente con gli obiettivi prefissati.

### 11. Conclusioni

Nel corso di questo lavoro si è cercato di evidenziare come i contratti derivati siano strumenti finanziari che non creano nuove fattispecie di rischio, ma, al contrario, aiutano le imprese a gestire quelli esistenti. Pertanto, se utilizzati correttamente, essi riducono la fragilità del sistema finanziario e contribuiscono alla formazione dei prezzi delle attività finanziarie sui mercati a pronti. In questo modo gli investitori, le banche, i risparmiatori hanno maggiori informazioni per poter assumere le proprie decisioni. Ciò permette un'allocatione dei capitali più efficiente e, conseguentemente, favorisce il benessere e lo sviluppo di tutto il sistema.

Le autorità pubbliche di controllo hanno - nel corso degli anni - accresciuto il controllo su questo settore dell'intermediazione finanziaria atteso il ruolo che questi strumenti assumono a fini di vigilanza bancaria, di politica monetaria e di sorveglianza sui sistemi di pagamento.

In particolare, l'azione dei regolatori si è mossa lungo alcune direttrici ben definite: 1) diffusione in tutti gli operatori di una «cultura del controllo» in modo da monitorare nel continuo l'impatto dell'operatività in derivati sulla gestione; 2) rafforzamento della dotazione

patrimoniale degli intermediari destinata a fronteggiare le perdite; 3) rafforzamento delle statistiche pubbliche sui derivati sia a livello nazionale sia a livello internazionale; 4) introduzione di norme contabili volte a misurare in modo sempre più preciso l'effettivo valore dei derivati nei bilanci aziendali; 5) rafforzamento degli strumenti volti ad accrescere la trasparenza informativa dei contratti al fine di tutelare la clientela; 6) valorizzazione del ruolo delle controparti centrali per il regolamento delle operazioni, attraverso la definizione di standard di efficienza ed affidabilità dei sistemi e le interconnessioni con i sistemi di regolamento in moneta di banca centrale.

Alla luce di quanto precedentemente osservato si può quindi ritenere che il sistema finanziario non deve «demonizzare» i prodotti derivati e l'innovazione tecnico-finanziaria che ne pone le fondamenta. Occorre, invece, accrescere la consapevolezza di tutti gli attori (banche, risparmiatori, analisti finanziari, ecc.) del sistema sull'utilizzo di questi prodotti in quanto è fondamentale comprendere i rischi effettivamente sottostanti al contratto, a prescindere dal «*nomen juris*» del prodotto finanziario.

L'esperienza fino ad oggi ha dimostrato, infatti, che le perdite - anche rilevanti - connesse con i derivati sono da imputare, in molti casi, a frodi e a carenze conoscitive riguardanti l'effettivo funzionamento dei prodotti piuttosto che all'effettivo grado di rischio insito nell'utilizzo di tali strumenti.

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA «LA SAPIENZA»  
DIPARTIMENTO DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

10

---

# INTERESSE PUBBLICO E CONTROLLO DELLA FINANZA INNOVATIVA

*a cura di*

CLAUDIO ROSSANO - DOMENICO SICLARI



CEDAM

CASA EDITRICE DOTT. ANTONIO MILANI

2006

ENZA CARACCILO LA GROTTIERA

NOTE SULL'ACCESSO DEGLI ENTI PUBBLICI  
AL MERCATO DEI CAPITALI ANCHE CON RIGUARDO  
AGLI STRUMENTI DI FINANZA INNOVATIVA

SOMMARIO: 1. Profili generali. - 2. L'autonomia finanziaria degli enti territoriali nella nuova formulazione dell'art. 119 della Costituzione. - 3. Il debito pubblico. - 3.1. Il patto di stabilità interna e le autonomie locali. - 4. Le fonti di finanziamento. - 5. L'indebitamento degli enti territoriali. - 6. Gli strumenti di finanza innovativa. - 6.1. L'apertura di credito. - 7. L'uso della liquidità nascente dall'indebitamento: aspetti problematici.

1. *Profili generali*

L'attività finanziaria della Pubblica Amministrazione è intesa a garantire l'esercizio delle funzioni pubbliche indispensabili per il buon andamento del governo della Nazione.

Lo Stato assicura la difesa, la giustizia, la rappresentanza con l'estero e si propone l'obiettivo di soddisfare le esigenze della collettività attraverso i servizi pubblici e sociali, garantendo il corretto funzionamento degli uffici statali.

Il perseguimento dei predetti fini di interesse generale presuppone la disponibilità delle risorse economiche a tal uopo necessarie, ricavabili dall'attività finanziaria che trova i capitali nelle entrate e nelle spese <sup>(1)</sup>. Le prime sono funzionali alla copertura delle seconde e pro-

(1) G. RICCA SALERNO, *Le entrate ordinarie dello Stato*, in *Trattato Orlando*, IX, 1, Finanza pubblica, 1915, 5; G. STAMMATTI, *Finanza* (amministrazione della), in *Enc.*

vengono dal prelievo fiscale, imposto con norme dello Stato<sup>(2)</sup>, in virtù della riserva di legge prevista dall'art. 23 della Costituzione<sup>(3)</sup>.

Il gettito adeguato delle entrate e la corretta gestione delle stesse consentono l'attuazione delle decisioni di Parlamento e Governo, rispetto ad attività contingenti, nonché, in applicazione dei principi costituzionali, la redistribuzione della ricchezza<sup>(4)</sup>, la stabilizzazione e l'allocazione del reddito nazionale, al fine di perseguire i diversi interessi pubblici per la realizzazione dei quali possono essere destinati.

Le entrate pubbliche si distinguono in entrate a carattere fiscale e parafiscale; le prime riguardano le entrate tributarie, le seconde si riferiscono ad introiti derivanti allo Stato dai proventi delle aziende pubbliche, dalle privatizzazioni e comunque da tutte le attività a scopo di lucro compiute dall'Amministrazione centrale. Le entrate tributarie vengono acquisite in forza del potere impositivo dell'amministrazione che, con atti di imperio, dispone che i cittadini, nell'esercizio del dovere di solidarietà ex art. 23 Cost., versino allo Stato il relativo tributo<sup>(5)</sup>.

L'azione dell'amministrazione finanziaria viene esercitata secondo i modelli tipici dell'esercizio dei poteri pubblici, con l'applicazione di alcuni correttivi legati alla tipologia di attività compiuta dall'amministrazione stessa<sup>(6)</sup>.

*dir.*, XVII, Milano, 1968, 536 ss.; U. ALLEGRETTI, *Il governo della finanza pubblica*, Padova, 1971; G. MORCALDO, *La finanza pubblica in Italia*, Bologna, 1993; R.A. MUSGRAVE, *Finanza pubblica, equità, democrazia*, Bologna, 1995; R. PEREZ, *La finanza pubblica in Trattato di diritto amministrativo*, a cura di S. Cassese, Milano, 2003, 587 ss.; R. LUPI, *La disciplina delle entrate*, in *Trattato di diritto amministrativo*, cit., 2645 ss.; S. BATTINI, *L'amministrazione della spesa*, in *Trattato cit.*, 2701 ss.

<sup>(2)</sup> G. ZANOBINI, *Corso di diritto amministrativo*, IV, Milano, 1955, 356-357.

<sup>(3)</sup> R. CARBONI, *Per un contratto sociale. Idee e fatti per una Costituzione migliore*, Bari, 1995, 9 ss.; A. BRANCASI, *Le modalità di finanziamento della spesa pubblica come limitazione al ridimensionamento dello Stato sociale*, in *Dir. pubbl.*, 1996, 341 ss.

<sup>(4)</sup> M.T. SALVEMINI, *Le politiche redistributive nella politica di bilancio dell'Unione economica e monetaria*, in *Bilancio pubblico e redistribuzione*, a cura di P. Bosi e S. Lugaresi, Bologna, 1992, 505 ss.; S. CASSESE, *Le basi del diritto amministrativo*, Torino, 1997, 278.

<sup>(5)</sup> G. MARONGIU, *I fondamenti costituzionali dell'imposizione tributaria*, Torino, 1991; L. ANTONINI, *Dovere tributario, interesse fiscale e doveri costituzionali*, Milano, 1996.

<sup>(6)</sup> A.D. GIANNINI, *I concetti fondamentali del diritto tributario*, Torino, 1956; E.

L'attività tributaria, a differenza di quanto accadeva in passato, non consente all'Amministrazione di esercitare il potere discrezionale, ma vincolato<sup>(7)</sup>. In precedenza la determinazione e la richiesta di pagamento delle imposte spettava all'amministratore che, dopo aver accertato lo stato patrimoniale del contribuente, si occupava di quantificare e imporre al cittadino il relativo tributo. Al contrario oggi spetta al cittadino procedere alla dichiarazione del reddito, in base al quale dovrà versare i tributi indicati dalle norme. L'amministrazione pertanto non esercita un potere valutativo discrezionale sul *quantum* del tributo, ma non fa altro che applicare la legge con provvedimenti di natura vincolata<sup>(8)</sup>, salvo i correttivi conseguenti alle verifiche determinate dalla lotta all'evasione fiscale.

Le valutazioni, intese a perseguire l'equilibrio degli interessi coinvolti nel prelievo tributario e il principio di ragionevolezza nella distribuzione delle spese pubbliche tra le varie categorie di cittadini, non spettano all'esecutivo, ma al legislatore che, attraverso l'emanazione di norme precise<sup>(9)</sup>, lascia all'Amministrazione il potere di determinare l'imposta, a seguito dell'accertamento dei presupposti di fatto necessari all'applicazione della norma stessa.

L'Amministrazione agisce, pertanto, secondo la sequenza «norma fatto»<sup>(10)</sup>, al fine di emettere un provvedimento che deve uniformarsi alla legge e che non è frutto di una ponderazione di interessi riservata all'Amministrazione, ma è il risultato dell'applicazione di una norma

DE MITA, *Principi di diritto tributario*, Milano, 2000; G. FALSITTA, *Manuale di diritto tributario - parte generale*, Padova, 2000; A. FANTOZZI, *Diritto tributario*, Torino, 1991; R. LUPI, *Diritto tributario - parte generale, e Diritto tributario - parte speciale: i sistemi dei singoli tributi*, Milano, 2000; P. RUSSO, *Manuale di diritto tributario*, Milano, 2001; F. TESAURO, *Istituzioni di diritto tributario*, I, Torino, 2000.

<sup>(7)</sup> L. PERRONE, *Discrezionalità amministrativa e norma interna nell'imposizione tributaria*, Milano, 1969.

<sup>(8)</sup> R. LUPI, *La disciplina delle entrate*, in *Trattato cit.*, 2003, 2648-2649.

<sup>(9)</sup> D. DE PRETIS, *Valutazione amministrativa e discrezionalità tecnica*, Padova 1995, 131 ss.

<sup>(10)</sup> F. CINTOLI, *Consulenza tecnica d'ufficio e sindacato giurisdizionale della discrezionalità tecnica*, in *Cons. Stato*, 2000, II, 2380; F. MERUSI, *Giustizia amministrativa e autorità amministrative indipendenti*, in *Dir. amm.*, 2002, 193 ss.; IDEM, *Variazioni su tecnica e processo*, in *Dir. proc. amm.*, 2004, 973 ss.

che impone all'Amministrazione di compiere dei meri accertamenti, cui non segue alcuna attività di tipo discrezionale. Ne deriva che l'obbiettivo del contribuente di non essere costretto a versare tributi in misura superiore, rispetto a quanto dovuto in base alla corretta applicazione della norma, non va inquadrato come un interesse legittimo pretensivo, ma come un diritto soggettivo, poiché egli si trova, rispetto all'Amministrazione, in una posizione paritetica che trova fondamento nella legge<sup>(11)</sup>.

Diversa è la situazione giuridica vantata dal privato nel caso in cui l'Amministrazione eserciti un'attività di tipo discrezionale, operando una ponderazione di interessi pubblici e privati o delle scelte di opportunità. Il contribuente, in questi casi, è titolare dell'interesse alla legittimità dell'azione amministrativa che si realizza attraverso un'oggettiva valutazione, da parte degli uffici fiscali, di tutti gli interessi sia pubblici che privati<sup>(12)</sup>.

La collettività presenta variegate esigenze, per la soddisfazione delle quali è necessario l'intervento dello Stato, definito come uno dei maggiori intermediari finanziari<sup>(13)</sup>. Ne deriva che il sistema finanziario del nostro Paese, al fine di assecondare le istanze degli utenti, è caratterizzato da una spesa sociale di grandi dimensioni che consente l'attribuzione ai cittadini di numerose prestazioni gratuite, quali il servizio sanitario nazionale o il trattamento previdenziale, rendendo difficile la previsione, con congruo anticipo, dell'entità delle somme da iscriverne nel bilancio<sup>(14)</sup>.

Il finanziamento della spesa sociale è stato, in passato, realizzato attraverso l'incremento delle entrate dello Stato che, con i trasferimenti di bilancio a favore degli enti territoriali, consentiva agli enti stessi di fornire servizi alla collettività in virtù di finanziamenti di fonte statale.

(11) Cass. Civ., Sez. un., 23.09.1998, n. 9493; Cass., 8 febbraio 1995, n. 1443; Cass., 8 agosto 1995, n. 8676.

(12) R. LUPI, *La disciplina delle entrate*, in *Trattato di diritto amministrativo*, cit., 2654.

(13) R. PEREZ *La finanza pubblica*, in *Trattato di diritto amministrativo*, cit., 589.

(14) G. CORSO, *I diritti sociali nella Costituzione italiana*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1981, 755 ss.

Tale sistema di entrate e spese ha subito un correttivo in virtù del federalismo e della riforma del titolo V della Costituzione che, attribuendo potere impositivo agli enti locali, consente la riduzione dei trasferimenti di bilancio dello Stato.

Il rapporto di gerarchia esistente fra Stato, Regioni ed enti locali, si è trasformato in rapporto di autonomia e di conseguente responsabilità dell'ente locale che non si trova più a gestire ed utilizzare le entrate provenienti dallo Stato, ma si autofinanzia e gestisce in autonomia le entrate disponibili, tenendo conto delle esigenze specifiche del territorio e della collettività locale.

## 2. *L'autonomia finanziaria degli enti territoriali nella nuova formulazione dell'art. 119 della Costituzione*

Il concetto di autonomia finanziaria, già presente nella precedente formulazione dell'art. 119 Cost., appare notevolmente mutato ed arricchito di significato.

In precedenza le Regioni erano dotate di una autonomia finanziaria dai caratteri non precisati, con il solo limite del rispetto delle leggi statali. La dottrina e la giurisprudenza del giudice delle leggi a seguito dell'emanazione della legge n. 3 del 2001, hanno dovuto interpretare il dettato costituzionale riconoscendo autonomia finanziaria per ciò che riguarda le spese, le entrate, i saldi di bilancio, fermo restando il potere del legislatore di fissare particolari limiti alla detta autonomia, al fine di attribuire maggiore tutela all'interesse pubblico.

La nuova formulazione dell'art. 119, nel disporre che «Regioni ed enti locali hanno autonomia finanziaria di entrata e di spesa», limita notevolmente il potere dello Stato di fronte all'autonomia degli enti locali, lasciando allo stesso un margine di controllo, per quanto riguarda il coordinamento fra l'attività finanziaria di amministrazione centrale ed amministrazioni periferiche. Ne deriva che il potere riservato al legislatore nazionale di indirizzare le politiche di bilancio delle Regioni e di governare il sistema di tesoreria, al fine di soddisfare esigenze di controllo dei flussi finanziari del settore pubblico, non risulta soverchiato, ma rimane ferma la capacità dello Stato di disporre norme di coordinamento, relative, in particolare, al patto di stabilità



interna, in modo da condizionare le Regioni al rispetto dei limiti fissati nel Trattato di Maastricht.

La precisazione relativa all'autonomia di entrata e di spesa sottolinea la sussistenza di un'autonomia impositiva tale da escludere che lo Stato assegni tributi propri alle Regioni, senza consentire che queste possano occuparsi di fissare le aliquote e determinare le basi imponibili.

In precedenza l'autonomia tributaria delle Regioni, pur essendo prevista dal vecchio testo dell'art. 119 Cost., era assai limitata, in quanto le Regioni su parte dei tributi non godevano di alcun potere impositivo, su altra parte erano dotate della capacità di fissare le aliquote, muovendosi all'interno di margini predeterminati, nonché di intervenire su alcuni aspetti relativi alla determinazione della base imponibile e dei destinatari del tributo<sup>(15)</sup>.

La nuova formulazione dell'art. 119 Cost. lascia senz'altro molto più spazio all'autonomia tributaria delle Regioni, in quanto attribuisce ad esse la capacità di introdurre tributi su base regionale, anche in assenza di una legge statale istitutiva del tributo stesso<sup>(16)</sup>.

L'autonomia impositiva delle Regioni è divenuta ora senz'altro piena e completa, considerato che esse si occupano non solo di individuare le basi imponibili, ma di gestire tutto il procedimento relativo al tributo, dall'iniziativa fino alla fase finale. Rientrano pertanto nella competenza regionale la definizione dei parametri necessari per il calcolo del debito d'imposta riferito ai singoli contribuenti, la fase relativa alla liquidazione, alla riscossione, nonché all'accertamento ed alla gestione dell'eventuale contenzioso.

### 3. *Il debito pubblico*

La corretta gestione finanziaria fa sì che si registri una situazione di equilibrio fra entrate ed uscite in modo che tutte le spese che de-

(15) P. GIARDA, *Le regole del federalismo fiscale nell'art. 119: un economista di fronte alla nuova Costituzione*, in *Le Regioni*, 2001, 1433.

(16) P. GIARDA, *Le regole del federalismo fiscale nell'art. 119*, cit., 1434.

vano essere sostenute dallo Stato trovino pronto finanziamento nelle entrate, si da determinare una situazione di bilancio in pareggio.

Tale equilibrio deve essere perseguito tenendo conto della tipologia di entrate e di spese, a seconda che si tratti di attività ordinarie o straordinarie.

Le entrate ordinarie, costituite dalle imposte e dai contributi sociali, possono essere impiegate per il finanziamento di attività ordinarie; le entrate straordinarie, costituite dagli incassi derivanti dalle alienazioni mobiliari ed immobiliari, possono essere utilizzate per finanziare le attività straordinarie.

Il debito pubblico si forma nel caso in cui non sia possibile raggiungere il predetto equilibrio ed il bilancio si trova in una condizione di disavanzo<sup>(17)</sup>. Si distingue fra debito pubblico fluttuante e consolidato; il primo opera per un tempo limitato ed è dovuto ad esigenze di cassa temporanee; il secondo ha una scadenza più lunga e può essere redimibile o irredimibile, a seconda che lo Stato si obblighi a restituire il capitale e l'interesse in base ad un piano prestabilito, o si impegni a pagare, quantomeno, l'interesse pattuito, rinviando ad un momento successivo la restituzione del capitale.

Si tratta di una modalità attraverso cui lo Stato e gli Enti pubblici cercano di coprire il disavanzo dei bilanci e viene definito, unitamente all'esercizio, al fisco e all'Amministrazione della giustizia, un elemento a carattere nazionale che contraddistingue l'organizzazione dello Stato moderno<sup>(18)</sup>.

Similmente a quanto accade nel settore delle imprese private, lo Stato, laddove le entrate percepite con le imposte non siano sufficienti a coprire le spese complessive e gli interessi sul debito accumulato in precedenza, deve avvalersi dei prestiti provenienti dai risparmiatori che investono in titoli di Stato. Detti titoli si differenziano, a seconda della tipologia di debito da coprire, fra titoli a breve o a lunga scadenza (quali BOT e CCT).

(17) A. GRAZIANI, *Il debito pubblico*, in *Trattato Orlando*, Milano, 1902; G.L. RINALDI, *Debito pubblico*, in *Enc. dir.*, XI, Milano, 1962; M.L. BASSI, *La gestione del debito pubblico*, Roma, 1992; G. DELLA CANANEA, *Indirizzo e controllo della finanza pubblica*, Bologna, 1996, 40 ss.; I. MUSU, *Il debito pubblico*, Bologna, 1998.

(18) L. FIORENTINO, *Il debito pubblico*, in *Trattato cit.*, 2767 ss.

Tale sistema di finanziamento del disavanzo ha dovuto subire delle modifiche in virtù delle innovazioni introdotte nell'ordinamento dal Trattato di Maastricht che, accanto alla disciplina nazionale, ha previsto una disciplina comunitaria in materia di finanza pubblica, tesa ad indicare i criteri che i singoli Paesi avrebbero dovuto soddisfare per essere ammessi a partecipare alla moneta unica (19).

I criteri previsti riguardano la stabilità dei tassi di cambio tra i vari Paesi, l'armonizzazione dell'inflazione e dei tassi di interesse nonché pressanti vincoli al disavanzo del bilancio e al debito pubblico. In particolare il Trattato di Maastricht ha imposto agli Stati membri il divieto di disavanzo eccessivo (20), al fine di delineare un quadro di stabilità ed omogeneità economica di tutti i Paesi europei, nonché di perseguire una condizione di sostenibilità della situazione della finanza pubblica.

Affinché venga rispettata ed applicata la normativa in esame e, al fine di verificare la corrispondenza fra quanto imposto dalla norma e l'attività dei singoli Stati, si è prevista l'applicazione di una complessa procedura di controllo condotta dall'apposita Commissione europea che impone agli Stati l'obbligo di informazione ed alla Commissione un'attività di vigilanza.

Il divieto di disavanzo eccessivo ed i principi e le norme ad esso connesse tendono ad imporre agli Stati membri un obbligo di risultato, al fine di conseguire una situazione di equilibrio finanziario fra tutti gli Stati. Ne deriva la necessaria adesione al patto di stabilità che impone ai singoli Paesi di stilare un programma finanziario che tenga al pareggio, indicando le eventuali situazioni di disavanzo.

(19) S. CASSESE, *L'architettura costituzionale della Comunità e dell'Unione europea dopo Maastricht e il posto dei poteri locali*, in *Reg. gov. loc.*, suppl. n. 1-2/1993; G. DELLA CANANEA, *Indirizzo e controllo della finanza pubblica*, Bologna, 1996, 40 ss.

(20) Il Trattato di Maastricht indica altresì i criteri che determinano l'individuazione di una situazione di disavanzo eccessivo, specificando che il rapporto tra il disavanzo pubblico e il Pil non deve superare il tre per cento del Pil, mentre il rapporto tra il debito pubblico e il Pil non deve essere più elevato del sessanta per cento.

### 3.1. Il patto di stabilità interna e le autonomie locali

Il patto interno di stabilità, previsto nel nostro ordinamento dall'art. 28, l. 23 dicembre 1998, n. 448, come modificato dalle successive leggi finanziarie (21), è un documento contenente le misure finanziarie che lo Stato intende adottare per ottemperare agli obblighi assunti attraverso il Patto di stabilità previsto dal Trattato di Maastricht. Esso è contenuto all'interno di un documento informativo che viene consegnato annualmente alla Commissione Europea, detto Programma di stabilità, e fa riferimento sia alla finanza dello Stato che a quella degli Enti locali.

Come sopra accennato, la finanza locale svolge un'attività di spesa alimentata dall'erogazione di contributi provenienti dallo Stato, tenuto conto dell'autonomia finanziaria di cui sono dotati gli enti locali a norma dell'art. 119 Cost. soprattutto a seguito delle modifiche introdotte dalla L. cost. n. 3 del 2001.

Allo scopo di rispettare il divieto di disavanzo eccessivo, lo Stato e gli Enti locali, attraverso il Patto di stabilità, si impegnano a ridurre progressivamente l'indebitamento ed, in particolare, a limitare il rap-

(21) La l. 23 dicembre 2005 n. 266 ai commi 138-150 reca una nuova disciplina del patto di stabilità interno per le regioni e per gli enti locali con riferimento al triennio 2006-2008, individuando l'ambito soggettivo di applicazione nelle regioni, nelle province autonome di Trento e di Bolzano, nelle province e comuni con popolazione superiore a 3.000 abitanti e comunità montane con popolazione superiore a 50.000 abitanti. Limitatamente all'anno 2006, sono stati esclusi dall'applicazione del Patto i comuni con popolazione fino a 5.000 abitanti. La nuova disciplina impone un vincolo all'incremento delle spese tale da determinare una riduzione dell'indebitamento netto per il 2006 stimato in circa 3.120 milioni di euro, di cui 1.100 milioni derivanti dal Patto di stabilità per le regioni e 2.020 milioni dal Patto per gli enti locali. Dai vincoli del patto sono escluse particolari voci di spesa quali le spese di personale, le spese per la sanità, per le regioni, e le spese di carattere sociale per gli enti locali, le spese per trasferimenti destinati ad amministrazioni pubbliche, sia di parte corrente che di conto capitale; le spese per interessi passivi; le spese per calamità naturali per le quali sia stato dichiarato lo stato di emergenza, sia di parte corrente che in conto capitale; le spese per oneri derivanti da sentenze che originino debiti fuori bilancio; le spese sia di parte corrente che in conto capitale derivanti dall'esercizio di funzioni trasferite o delegate da parte delle regioni ed esercitate dagli enti locali a partire dal 1° gennaio 2005, nei limiti derivanti dai corrispondenti trasferimenti regionali; le spese derivanti da concessioni di crediti, limitatamente alle spese in conto capitale.

porto fra debito annuo e PIL, attraverso vari strumenti, quali la diminuzione delle spese, l'aumento della produttività, l'incremento delle entrate, in virtù di un più accurato controllo teso ad evitare l'evasione fiscale. Ne deriva che l'attività dell'Amministrazione centrale, locale e degli enti pubblici deve essere gestita nel perseguimento del controllo del disavanzo, tenendo conto del rapporto fra funzioni da svolgere e risorse necessarie all'esercizio delle stesse, in modo tale da assicurare il perseguimento degli obiettivi di efficienza, efficacia ed economicità dell'attività amministrativa.

Affinché la gestione venga esercitata in maniera coordinata fra lo Stato e le amministrazioni pubbliche, in sede di svolgimento delle conferenze Stato-Regioni e Stato-Città vengono stabiliti dei criteri di coordinamento nonché le misure da adottare, al fine di sanare eventuali situazioni di disavanzo. Da qui il fondamentale ruolo attribuito alla cooperazione fra amministrazione centrale ed enti locali, al fine di condurre un'attività politica e gestionale, volta al perseguimento degli obiettivi delineati nel Patto di stabilità, attraverso una corretta gestione finanziaria.

#### 4. *Le fonti di finanziamento*

L'affermata autonomia degli enti territoriali, l'attribuzione agli stessi di più ampie competenze ed i vincoli imposti dal patto di stabilità hanno comportato la necessità per gli enti locali di ampliare le proprie risorse finanziarie. In particolare gli enti di piccola dimensione vengono a subire gravi crisi di liquidità, cui è possibile far fronte attraverso il ricorso agli strumenti di finanza innovativa, previsti dalla recente normazione che consente agli enti territoriali di compiere una gestione attiva delle passività e di accedere al mercato dei capitali.

Le fonti di finanziamento degli investimenti degli enti locali si distinguono in fonti interne ed esterne <sup>(2)</sup>. Rientrano nella prima categoria l'autofinanziamento, derivante sia da entrate proprie che da

quote di avanzi di amministrazione, e i disinvestimenti nascenti dall'alienazione di beni del patrimonio disponibile e dalla cessione di quote di capitale di aziende partecipate dall'ente.

L'utilizzo di tali fonti di finanziamento consente all'ente di mantenere una posizione di indipendenza finanziaria dai soggetti terzi, con il conseguente, ampio esercizio del potere discrezionale che si esprime attraverso scelte di investimento che non impongono oneri ulteriori in favore di terzi, cui l'ente sia costretto a far fronte nei successivi esercizi finanziari. La P.A. è pertanto abilitata ad utilizzare il potere tecnico discrezionale sceso da qualunque condizionamento esterno e legato esclusivamente all'apporto economico dell'investimento finanziato e quindi al vantaggio che da esso possa derivare all'ente stesso.

I benefici connessi all'uso di strumenti di finanziamento interni si scontrano con i limiti che caratterizzano gli stessi, riguardando le condizioni di equilibrio economico-finanziario degli enti, nonché la disponibilità di patrimoni mobiliari ed immobiliari, attraverso i quali poter finanziare le spese di investimento.

Le fonti esterne di finanziamento comprendono i contributi in conto capitale e le forme di indebitamento.

I primi vengono erogati da enti pubblici o soggetti privati senza vincoli di restituzione o di remunerazione e coprono, di norma, una parte dell'investimento da realizzare, mentre il resto deve essere comunque finanziato dall'ente. Si tratta di forme di finanziamento assoggettate a tutta una serie di variabili, legate al territorio ed agli obiettivi che, con tali risorse economiche, si intendono perseguire.

Gli enti pubblici erogano contributi in conto capitale, a seconda delle esigenze e delle caratteristiche del territorio, al fine di favorire particolari tipologie di investimento, in attuazione di strategie politiche. In particolare i contributi in conto capitale sono versati in favore di enti, nei cui confronti vengono attuate politiche di sostegno, laddove sussistano realtà in cui è necessario lo svolgimento di attività di sviluppo socio-economico, a seguito di procedure selettive tese a preferire l'ente dotato delle predette caratteristiche.

I contributi in conto capitale provenienti dai privati, pur non imponendo vincoli di restituzione, vengono versati solo nei casi in cui i soggetti erogatori possano ottenere un ritorno economico o di im-

(2) AA.VV., *Il finanziamento degli investimenti*, Milano, 2003, 36 ss.

magine, per cui, anche in questo caso, i fattori da cui dipende l'uso di tale fonte di finanziamento sono particolarmente variabili e riconoscibili a casi circoscritti.

##### 5. *L'indebitamento degli enti territoriali*

Altra fonte esterna di finanziamento è costituita dall'indebitamento, che si realizza attraverso mutui passivi e prestiti obbligazionari.

Negli anni '80 le spese di investimento degli enti locali venivano finanziate dai trasferimenti dello Stato e dai mutui della Cassa Depositi e Prestiti che era l'unica fonte di indebitamento.

Con lo sviluppo dell'autonomia finanziaria, alla diminuzione dei trasferimenti erariali è corrisposto l'incremento di fonti alternative di finanziamento, quali la dismissione del patrimonio immobiliare disponibile, la privatizzazione di enti e aziende, lo sviluppo di progetti su fondi strutturali europei e l'impiego di capitali privati per la realizzazione di investimenti pubblici (23).

La disciplina relativa all'indebitamento degli enti territoriali, recentemente ridisegnata con il D.M. n. 389/2003, richiama il regime di autonomia finanziaria degli enti locali previsto dall'art. 119 della Costituzione che, al comma sesto, contempla la possibilità che gli enti ricorrano all'indebitamento al fine di finanziare spese di investimento.

Tale previsione non costituisce una completa novità nell'ordinamento, in quanto la legislazione ordinaria con il d.lgs. n. 77/1995, il TU ec.ll. n. 267/2000 e la L. 142/1990 e successivo «Regolamento recante norme per l'emissione dei titoli obbligazionari da parte degli enti locali», approvato con d.m.t. 5 luglio 1996 n. 420, prevedeva che

questi potessero ricorrere all'indebitamento attraverso mutui ed emissioni obbligazionarie, al solo fine di finanziare spese di investimento.

Il processo di evoluzione normativa in esame trova piena applicazione anche in virtù delle modifiche apportate al titolo V della Costituzione che, all'art. 119, afferma l'autonomia finanziaria degli enti locali, previo raccordo con la finanza dello Stato e nel rispetto del sistema tributario del Paese. A tal fine la norma costituzionale dispone che le amministrazioni decentrate, nel rispetto del principio del bilancio in pareggio, hanno la facoltà di contrarre mutui non garantiti dallo Stato, al fine di finanziare spese di investimento e non spese correnti, alla stregua della distinzione fra le due tipologie di spesa introdotte dal Trattato sull'Unione Europea.

Il ricorso all'indebitamento da parte degli enti locali presenta una disciplina peculiare.

La l. n. 724/1994 e il regolamento attuativo approvato con D.M. n. 420/1996, modificato dal D.M. n. 457/1996, prevedono che i prestiti obbligazionari vengano destinati al finanziamento di spese di investimento, aventi un valore di mercato superiore o pari all'ammontare del prestito e che gli enti che intendono avvalersi di tali strumenti, si debbano trovare in una situazione di equilibrio economico-finanziario, senza presentare condizioni di disavanzo nel conto consuntivo del penultimo esercizio.

In particolare, il regolamento dispone che la delibera di emissione del prestito obbligazionario deve indicare l'investimento da realizzare, l'ammontare nominale del prestito, il prezzo di emissione alla pari, le date e le modalità di rimborso, le caratteristiche delle cedole e la natura del tasso da corrispondere agli investitori, l'ufficio incaricato delle operazioni di assegnazione, l'intermediario incaricato del collocamento, il termine entro il quale presentare le richieste di assegnazione. Alla delibera deve essere allegato il piano di ammortamento finanziario del prestito e l'attestazione della sussistenza dei requisiti necessari all'emissione.

La predetta delibera deve essere successivamente trasmessa alla Banca d'Italia che, nell'esercizio della sua funzione di organo di controllo, deve, nel caso in cui il prestito superi una certa cifra, pronunciare il nulla osta, al fine di verificare che l'emissione non produca effetti negativi sulla stabilità del mercato interno.

(23) G. GRECO, *Le recenti innovazioni sul project financing*, in *Riv. giur. edilizia*, 2003, 143 ss.; S. RAIMONDI, *Strumenti normativi e problematiche giuridiche: i limiti della concessione nelle procedure di project financing. Il general contractor*, in *Nuove Autonomie*, 2004, 367 ss.; L. BELLAGAMBA, *I nodi critici del project financing, fra esigenze reali e problemi giuridici*, in *Comuni d'Italia*, 2004, 53; A. TEMPESTA, *Project financing: la figura dell'aspirante promotore. Commento a TAR Puglia. Bari sez. III 9 luglio 2004, n. 2993*, in *Urbanistica e appalti*, 2005, 106 ss.

L'obbligo di preventiva comunicazione va adempiuto nei confronti del Ministero dell'economia e delle finanze per le emissioni sui mercati esteri, al fine di realizzare il necessario coordinamento fra le amministrazioni.

Particolare rilievo assume l'obbligo informativo<sup>(24)</sup> che grava sull'ente che, dopo aver inoltrato domanda alla Consob (che, previo parere del Ministero dell'Interno, dispone la quotazione relativa al prestito), deve stilare una nota informativa contenente tutte le notizie necessarie agli investitori e ai consulenti finanziari, perché questi possano valutare la gestione degli enti e i diritti connessi con i titoli. Dopo essere stati ammessi alla quotazione, gli enti devono informare il pubblico circa la mancata certificazione del rendiconto della gestione e in ordine a tutti quei fatti che, incidendo sulla continuità e sulla regolarità di tale gestione, possano influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli.

Si tratta di prescrizioni finalizzate a tutelare sia l'interesse degli obbligazionisti che il pubblico interesse ad una corretta e sana amministrazione dell'ente locale, in modo da evitare che questo svolga un'attività che possa determinare degli squilibri finanziari a carico dell'Amministrazione.

Altra prescrizione riguarda la durata dell'obbligazione che non può essere inferiore a cinque anni, mentre i titoli devono essere collocati alla pari e sono convertibili in azioni di società possedute dagli enti locali.

Il finanziamento delle spese di investimento, attraverso l'accensione di mutui presso istituti di credito privati, determina delle conseguenze particolarmente vantaggiose per gli enti pubblici. I mutui bancari sono infatti caratterizzati da condizioni contrattuali competitive, quali l'applicazione di tassi variabili e di clausole di discontinui-

tà. Ne deriva che la scelta di un mutuo bancario consente al Comune di modificare le condizioni contrattuali, anche nel corso dell'operazione di indebitamento, scegliendo un piano di ammortamento che meglio si adatti alle esigenze dell'ente.

L'indebitamento, a differenza dei contributi in conto capitale, sottende la restituzione e la remunerazione che dovranno essere realizzate negli esercizi successivi a quello in cui è stata compiuta l'operazione di indebitamento. Di qui la necessità che la scelta dello strumento di indebitamento ricada su operazioni che non siano eccessivamente gravose e che consentano a questo di perseguire gli obiettivi prefissati, senza compromettere, in modo irrimediabile, le casse dell'ente. A tal fine si rileva come gli istituti di credito abbiano ampliato l'offerta degli strumenti di indebitamento, consentendo all'ente l'opzione fra operazioni che si differenziano sia per ciò che riguarda la durata che l'ammontare dei tassi di interesse.

#### 6. *Gli strumenti di finanza innovativa*

La sopracitata legge n. 448 del 28 dicembre 2001, seguita dal regolamento attuativo approvato con D. M. 389/2003, ha dato inizio ad un processo riformatore della precedente disciplina, completato dalla l. 350/2003 e dalla l. 30 dicembre 2004 n. 211 (legge finanziaria per il 2005), determinando la semplificazione dell'accesso degli enti territoriali al mercato dei capitali<sup>(25)</sup>.

La predetta disciplina regola alcuni fondamentali aspetti relativi alla individuazione dei tipi di operazioni finanziarie realizzabili da parte degli enti locali, degli investimenti finanziabili, delle operazioni di coordinamento con l'Amministrazione centrale e degli obblighi informativi.

Le operazioni disponibili in capo agli enti locali riguardano l'asunzione di mutui, l'emissione di prestiti obbligazionari, le operazio-

(24) R. PEREZ, *Informazione e autorità indipendenti*, in *Foro amm.*, 1997, 643 ss; S. CASSESE *Negoziante e trasparenza nei procedimenti davanti alle Autorità indipendenti*, in *Il procedimento davanti alle Autorità indipendenti*, Torino 1999, 37 ss.; E. FOLIERI *Quadro positivo dell'organizzazione amministrativa statale*, in Mazarroli ed altri, *Diritto amministrativo*, I, Bologna, 2001, 682; F. MERLONI, *L'informazione delle pubbliche amministrazioni*, Rimini 2002; B.G. MATTARELLA *Informazione e comunicazione amministrativa*, in *Rev. trim. dir. pubbl.*, 2005, 1 ss.

(25) M. ONORATO, *Gli strumenti derivati*, Milano, 1998; F. BOCCIA - M. NIGRO, *La finanza innovativa*, Milano, in *Il Sole 24 ore*, 2000; O. PIGNATTI, *La politica di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli enti locali*, Rimini, 2001; M. ANOLLI-R. LOCATELLI, *Le operazioni finanziarie*, Bologna, 2001.

ni di cartolarizzazione, con esplicita esclusione delle operazioni di tesoreria necessarie a superare carenze di liquidità temporanee (in quanto esse non possono essere considerate come operazioni di indebitamento).

I mutui e i prestiti obbligazionari presentano, nella nuova disciplina, una modifica relativa alle modalità di ammortamento, in quanto, mentre in precedenza esso avveniva attraverso l'utilizzo del metodo delle quote annuali, comprensive, oltre che del capitale, anche degli interessi, la disciplina in vigore prevede che le forme di indebitamento in esame vengano ammortizzate, attraverso il sistema del rimborso del capitale al termine del mutuo (sistema c.d. *bullet*).

In particolare l'art. 68 della L. n. 211/2004 prevede la riduzione della durata minima del periodo di ammortamento (da dieci a cinque anni) e la decorrenza dell'ammortamento stesso, dal primo gennaio dell'anno successivo a quello della stipula del contratto. In alternativa a tale *dies a quo* ordinario, è prevista la possibilità di posticipare la decorrenza dell'ammortamento «al primo luglio seguente o al primo gennaio dell'anno successivo» e, per i contratti stipulati nel primo semestre dell'anno, è ammessa l'anticipazione di tale decorrenza al primo luglio dello stesso anno. Viene così introdotto un criterio di determinazione della decorrenza più elastico, a seconda degli accordi fra ente mutuatario ed istituto di credito.

Considerati i rischi cui può andare incontro il mutuatario, la norma impone all'ente, che si avvale di tali forme di indebitamento, rigide prescrizioni per quanto riguarda la qualità degli intermediari scelti (che devono godere di «merito di credito» (*rating*) adeguato e certificato), e il vincolo cui è necessario sottoporre le somme accantonate nel fondo di ammortamento. Tali somme possono essere investite in titoli obbligazionari di enti e pubbliche amministrazioni o di società a partecipazione pubblica di Stati dell'Unione europea.

Accanto ai predetti strumenti di indebitamento si pone tutta una serie di operazioni finanziarie c.d. derivate che sono state, negli ultimi anni, ampiamente utilizzate da parte delle amministrazioni territoriali (26).

(26) Per una esaustiva analisi delle tipologie di strumenti derivati e delle relative

Si tratta di strumenti finanziari, il cui valore è determinato sulla base di parametri relativi ad attività già avviate nel mercato finanziario o dei c.d. parametri di Borsa (27).

I predetti strumenti determinano un rendimento connesso all'andamento di indicatori o titoli sottostanti e sono pertanto caratterizzati da meccanismi complessi, funzionali al più attento controllo dei tassi di interesse, al fine di garantire adeguate coperture dei rischi, normalmente connessi alle operazioni finanziarie compiute nel mercato dei capitali.

Altra forma di indebitamento consiste nella rinegoziazione e ristrutturazione del debito esistente, anche attraverso operazioni di finanza innovativa, quali gli *interest rate swap* (28).

Caratteristiche si rinvia a A. MEOLA - R. ANTONELLI, *Strategia finanziaria e finanza innovativa nell'ente locale*, Maggioli, 2004, 33 ss.; A. NOCERA, *Enti locali e finanza derivata*, in [www.filodiritto.com](http://www.filodiritto.com).

(27) C. GORETTI, *Le politiche di indebitamento delle autonomie territoriali*, Dossier del Servizio studi del Senato, 2004, 13 ss.

(28) P. VALENSISE - F. BRUNETTI, *Finanziaria 2002: contratto di swap, finanza locale e intermediari finanziari*, in *La finanza locale*, n. 7-8/2002, 875 ss. Il comma 388 della l. 23 dicembre 2005 n. 266, interviene in materia di conversione e rinegoziazione dei mutui dello Stato, delle regioni e degli enti locali, così come prevista dall'articolo 1, comma 71, della legge n. 311 del 2004. Tale legge all'articolo 1, comma 71, ha previsto che lo Stato, le regioni, le province autonome di Trento e di Bolzano e gli enti locali sono tenuti a procedere, se consentito dalle clausole contrattuali, alla conversione dei mutui con oneri di ammortamento anche parzialmente a carico dello Stato, in titoli obbligazionari di nuova emissione o alla rinegoziazione, anche con altri istituti, dei mutui stessi, in presenza di condizioni di rifinanziamento che assicurino una riduzione del valore finanziario delle passività totali. È necessario a tal fine che venga valutata la convenienza dell'operazione di rifinanziamento tenuto conto anche delle commissioni. In caso di mutuo a tasso fisso, per la verifica delle condizioni di rifinanziamento, lo Stato o l'ente pubblico interessato osservano regolarmente i tassi di mercato e si attivano allorché il tasso *swap* con scadenza pari alla vita media residua del mutuo sia inferiore di almeno un punto percentuale al tasso del mutuo. Tale disciplina è ampliata dalla L. n. 266/2005 che aggiungendo il comma 71-bis all'art. 1 L. 311/2004, impone a Stato, regioni, province autonome di Trento e di Bolzano ed enti locali di verificare, prima di dar luogo al rifinanziamento, che l'incremento del valore nominale delle nuove passività non superi di cinque punti percentuali il valore nominale di quelle preesistenti. Se tale limite risulta superato il rifinanziamento non deve essere effettuato, fatta salva l'applicazione, al momento della rinegoziazione dei mutui, della commissione bancaria onnicomprensiva sul debito residuo.

La rapida diffusione degli strumenti derivati, nell'ambito delle politiche di indebitamento degli enti pubblici, è giustificata dalle intrinseche caratteristiche di tali strumenti, considerato che essi consentono di ottimizzare la gestione delle risorse con un'adeguata copertura del rischio.

Del resto il rischio costituisce oggi uno degli elementi con cui l'amministrazione si scontra molto spesso. Ciò dipende dal continuo evolversi della tecnologia che, se da una parte, determina molteplici vantaggi, favorisce, dall'altra, l'aumento dei rischi derivanti dal progresso stesso. Di qui l'applicazione del principio di precauzione che è posto alla base di tutti quei provvedimenti amministrativi, emessi in assenza di presupposti tecnici, aventi carattere di certezza<sup>(29)</sup>. L'amministrazione deve, in tali circostanze, trovare la soluzione più idonea al perseguimento del pubblico interesse nel rispetto dei tempi di conclusione del procedimento, previa verifica e valutazione dei dati disponibili. Ne deriva una decisione c.d. «mite» che, fondata sui presupposti dell'incertezza e del rischio, deve tener conto delle variabili connesse all'applicazione di scienze inesatte.

La «società del rischio»<sup>(30)</sup> impone all'amministrazione l'individuazione di soluzioni intese ad evitare, o, quanto meno, a limitare il più possibile il rischio, utilizzando sistemi giuridicamente ineccepibili, pur favorendo l'uso di strumenti nascenti dall'evoluzione normativa e della tecnica.

L'utilizzo degli strumenti di finanza innovativa è senz'altro funzionale a ridurre i rischi, in cui potrebbe incorrere l'ente locale con l'accesso al mercato dei capitali e a scongiurare il pericolo che le attività finanziarie producano effetti pregiudizievoli, non soltanto nell'esercizio finanziario in cui sono svolte, ma anche in quelli successivi. Si tratta pertanto di strumenti che soddisfano le esigenze di finanziamento dell'ente locale, nel rispetto della natura dell'ente stesso che,

quale titolare del pubblico interesse, non può ricorrere a politiche di indebitamento senza adeguate precauzioni.

Consegue che l'ente pubblico è tenuto al rispetto di alcuni parametri fondamentali, considerato che l'attività di indebitamento può determinare un possibile rischio a carico dell'ente stesso<sup>(31)</sup>. Di qui l'apposizione, all'uso degli strumenti derivati, dei limiti di cui sopra<sup>(32)</sup>, relativi sia alle finalità dell'operazione (e quindi alle spese che possono essere finanziate con l'impiego di tali strumenti), che agli aspetti di tipo cautelativo, al fine di non esporre la finanza degli enti territoriali a rischi che superino i margini consentiti.

Per ciò che riguarda il primo aspetto, le operazioni in esame possono essere compiute in corrispondenza delle passività e nel rispetto dei parametri monetari di riferimento, tesi a far sì che i predetti strumenti non vengano utilizzati a fini speculativi<sup>(33)</sup>.

Riguardo al secondo profilo, la normativa regolatrice impone l'utilizzo di cautele intese ad evitare che l'acquisizione di liquidità, derivante dagli *swap* possa costituire uno strumento finalizzato ad eludere il divieto di utilizzo dei derivati per il finanziamento delle spese correnti e ad evitare la conclusione di operazioni che, pur apparendo vantaggiose, possano nel tempo determinare effetti negativi nascenti dagli andamenti dei tassi di interesse.

### 6.1. L'apertura di credito

La legge finanziaria per il 2005 prevede altresì che gli enti locali possano ottenere da parte delle banche delle aperture di credito, cui poter attingere, a seconda delle esigenze di finanziamento, con un notevole risparmio di spesa, considerato che, diversamente da quanto avviene per i mutui (in cui gli oneri per interessi vengono calcolati

<sup>(31)</sup> A. MEOIA - R. ANTONELLI, *Strategia finanziaria e finanza innovativa nell'ente locale*, Maggioli, 2004, 45.

<sup>(32)</sup> A. FRANCESCONI, *Gli strumenti e l'evoluzione della finanza innovativa*, in *Amministrazione in cammino*, (rivista elettronica a cura del centro di ricerca V. Ba-chelet), 2003; M. ORIANI, *La finanza innovativa*, in *Strategie amministrative*, (rivista elettronica), gennaio 2003.

<sup>(33)</sup> G.P. MANZELLA, *L'indebitamento degli enti territoriali: disciplina ed assetti*, in *Giorn dir. amm.*, 2004, n. 5, 514.

<sup>(29)</sup> F. DE LEONARDIS, *Il principio di precauzione nell'amministrazione di rischio*, Milano, 2005, 126-127.

<sup>(30)</sup> M. BRENNER, *The Risk in administrative law*, relazione al Convegno del «S. Giustino», Catania, 2005.

sull'intero importo sin dalla stipula del contratto), nell'apertura di credito gli interessi vanno versati soltanto sulle somme che l'istituto di credito ha effettivamente erogato a favore dell'ente.

L'apertura di credito (così come gli altri strumenti di finanza innovativa), può essere utilizzata per finanziare spese di investimento che devono essere impegnate, nella fattispecie, alla data della stipula del contratto per l'intero importo.

La predetta forma di finanziamento può essere utilizzata, nel rispetto delle stesse condizioni previste per la contrazione di mutui, concernenti l'avvenuta approvazione del bilancio del penultimo anno, precedente a quello dell'apertura di credito e dell'avvenuta deliberazione del bilancio annuale, nel quale devono essere incluse le previsioni relative all'operazione di finanziamento.

#### 7. *L'uso della liquidità nascente dall'indebitamento: aspetti problematici*

Gli strumenti di finanza innovativa possono essere utilizzati, a norma dell'art. 3 l. n. 350/2003 (così come previsto anche dalla precedente normativa e dall'art. 119 Cost.), per finanziare spese di investimento.

In particolare vengono definite spese di investimento tutte quelle relative all'acquisto, realizzazione o manutenzione straordinaria di beni immobili, di opere ed impianti; all'acquisto di macchinari, attrezzature tecnico-scientifiche e di mezzi di trasporto; agli oneri per beni immateriali di uso pluriennale; all'acquisizione di aree con procedure di esproprio; alle partecipazioni azionarie e ai conferimenti di capitale, destinati alla realizzazione di investimenti a cura di un altro ente od organismo o effettuati in favore di soggetti concessionari di lavori pubblici oppure di soggetti che erogano pubblici servizi, le cui concessioni o contratti prevedano alla scadenza la retrocessione degli investimenti agli enti committenti; agli interventi previsti in programmi relativi a piani urbanistici.

Le predette forme di spesa escludono tutti gli impegni finanziari nei confronti di soggetti diversi da enti pubblici o da soggetti privati concessionari di pubblici servizi, impedendo così all'ente l'uso della liquidità per spese ordinarie.

Il predetto divieto non è, tuttavia, completamente rispettato da parte degli enti locali che, di fatto, utilizzano gli strumenti in esame per finanziare spese ordinarie, per ridurre il costo del debito e finanziare servizi alla collettività.

Si è rilevato<sup>(34)</sup> infatti che gli enti locali di piccole e medie dimensioni, trovandosi in una condizione di grave indebitamento con un ammontare insostenibile del debito tradizionale, ricorrono agli strumenti di finanza innovativa, provvedendo con il premio di liquidità alla spesa corrente. Di qui il crescente uso degli *swap* con opzione di *upfront* in quanto essi costituiscono l'unico modo per finanziare servizi indispensabili per la collettività che, in caso contrario, andrebbe ro soppressi.

L'uso degli strumenti di finanza innovativa, difforme dalle previsioni normative, costituisce uno degli elementi che pongono in risalto le difficoltà e la complessità che caratterizzano la fase politico-finanziaria che sta attraversando l'amministrazione locale.

I vincoli previsti dal Patto di stabilità ed il costante controllo della Comunità Europea impongono una politica di finanziamento equilibrata che non determini disavanzo oltre i limiti di tolleranza, anche al fine di mantenere delle condizioni di equilibrio economico di difficile attuazione da parte degli enti pubblici e, in particolar modo, dei piccoli enti territoriali.

La soluzione del problema dell'indebitamento degli enti pubblici è di tale complessità da trascendere i limiti del presente, modesto contributo alla specifica materia. L'esposizione che precede rappresenta pertanto un'esegesi del quadro normativo che ispira l'evoluzione dell'accesso al mercato dei capitali attraverso strumenti innovativi da utilizzare compatibilmente con gli equilibri di finanza pubblica. Da qui l'esigenza di sottoporre a controllo l'attività di indebitamento e di investimento delle amministrazioni territoriali al fine di arginare i rischi connessi a tali operazioni e di potenziare gli interventi di coordinamento dell'amministrazione statale, volti a informare, indirizzare

<sup>(34)</sup> I. BUFACCHI, *Comuni a rischio sui «cattivi» derivati*, in *Il Sole 24 ore*, 2004, n. 351.



ENZA CARACCILO LA GROTTERIA

gli enti locali nell'intraprendere le predette operazioni finanziarie e a favorire un ordinato ingresso dei medesimi nel mercato dei capitali. In tal guisa sarà possibile concorrere a non turbare quegli equilibri generali di finanza pubblica che costituiscono presupposto indefettibile per perseguire una sana politica di sviluppo economico-sociale.



Estratto da: "la Finanza locale", n. 11/2006

dottrina

## Aspetti giurisdizionali e responsabilità nell'utilizzo di strumenti finanziari derivati negli enti locali

di **Luigi Marotta**

Docente di ricerca in Contabilità pubblica - Dirigente entrate e finanza della Provincia di Napoli

L'autore esamina i possibili conflitti e le responsabilità scaturenti dall'utilizzo degli strumenti di finanza innovativa negli enti locali e se possa essere fatta valere una tutela a favore dell'ente sottoscrittore di contratti derivati.

**SOMMARIO:** 1. - Il contesto normativo dei nuovi strumenti finanziari. 2. - Descrizione del fenomeno. 3. - Profili di responsabilità. 3.1 - La scelta del contraente. 4. - Definizione di operatore qualificato. 5. - (Mancata) tutela giurisdizionale. 6. - I principi contabili internazionali - Lo standard 39. Allegato 1. - Schema di delibera-tipo.

### 1. Il contesto normativo dei nuovi strumenti finanziari

L'art. 1, comma 3 del testo unico finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) definisce "strumenti finanziari derivati" gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lett. *f), g), h), i)* e *j)* dello stesso art. 1 (*futures, options, swaps* e combinazione di tali strumenti).

L'art. 18 del t.u.f. prevede inoltre che il Ministro del tesoro (ora MEF), sentite la Banca d'Italia e la Consob "può individuare, al fine di tenere conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi di investimento ...".

Dopo un esordio incerto dovuto alla mancanza di norme di riferimento, la legge finanziaria per il 2002 <sup>(1)</sup> ha "affrancato", pur con alcune cautele,

(1) Art. 41 della legge 488/2001: "Al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di monitorare gli andamenti di finanza pubblica, il Ministero dell'economia e delle finanze coordina l'accesso al mercato dei capitali delle province, dei comuni, delle unioni di comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, di cui all'articolo 2 del testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali, di

l'utilizzo di strumenti derivati per la ristrutturazione del debito da parte degli enti locali, annunciando l'emanazione di un decreto delegato a regolamentare gli aspetti tecnici della materia.

L'art. 41 della legge 448/2001 attribuisce al Ministero dell'economia e delle finanze la funzione di coordinare l'accesso al mercato dei capitali degli enti locali, al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di monitorare gli andamenti della finanza pubblica. La definizione delle modalità e del contenuto di tale coordinamento è demandata dallo stesso art. 41 al successivo decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, da emanare di concerto con il Ministero dell'interno. Questo decreto doveva disciplinare le modalità di invio al Ministero dei dati relativi alla situazione finanziaria degli enti e dettare le norme relative all'ammortamento del debito e all'utilizzo degli strumenti derivati da parte degli enti locali.

Gli obblighi di notifica derivano dalla disposizione prevista dal Trattato di Maastricht (art. 104); già il d.m. n. 420/1996 imponeva la notifica preventiva e successiva al Ministero dell'economia e delle finanze dei dati relativi ad emissioni su mercati esteri (2).

Dopo una attesa durata circa 24 mesi, il 1° dicembre 2003 è stato emanato il decreto n. 389 (3) concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte degli enti territoriali, cui ha fatto seguito una circolare esplicativa del Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento del tesoro - Direzione II - del 27 maggio 2004 (4). Con la pubblicazione successiva del decreto direttoriale del dipartimento del tesoro del 3 giugno 2004 (5), che ha approvato i modelli di rilevazione dei dati, si è concluso il lungo percorso normativo che consente ora il monitoraggio della situazione finanziaria degli enti. Più precisamente questi, entro il giorno 15 del mese di febbraio, maggio,

cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni. A tal fine i predetti enti comunicano periodicamente allo stesso Ministero i dati relativi alla propria situazione finanziaria. Il contenuto e le modalità del coordinamento nonché dell'invio dei dati sono stabiliti con decreto del Ministero dell'economia e delle finanze da emanare di concerto con il Ministero dell'interno, sentita la Conferenza unificata di cui all'articolo 8 del decreto legislativo 28 agosto 1997, n. 281, entro trenta giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge. Con lo stesso decreto sono approvate le norme relative all'ammortamento del debito e all'utilizzo degli strumenti derivati da parte dei suddetti enti".

(2) D.m. tesoro n. 420 del 5 luglio 1996. In questo caso gli enti emittenti non possono attivare strumenti derivati che modifichino la struttura del titolo nel corso della sua vita. I prestiti in valuta estera devono essere accompagnati da una corrispondente operazione di swap.

(3) Riportato in *Gazzetta Ufficiale* n. 28 del 4 febbraio 2004.

(4) Pubblicato in *G.U.* n. 128 del 3 giugno 2004.

(5) Vedi *G.U.* n. 168 del 20 luglio 2004.

novembre di ogni anno devono comunicare, laddove siano variati rispetto alla comunicazione precedente, i dati relativi all'utilizzo di forme di finanziamento a breve termine verso il sistema bancario, ai mutui accesi con soggetti esterni alla pubblica amministrazione (da intendersi diversi dalla pubblica amministrazione, depositi e prestiti), alle operazioni derivate concluse, ai titoli obbligazionari emessi nonché alle operazioni di cartolarizzazione.

È noto che, nonostante l'assenza delle disposizioni regolamentari, a partire dalla seconda metà del 2001 il Dipartimento del tesoro aveva già cominciato a predisporre una banca dati sull'indebitamento degli enti locali.

L'assenza di quantificazione dell'ammontare dell'indebitamento risponde ai criteri stabiliti nel Trattato di Maastricht, in base al quale gli Stati Membri sono tenuti a notificare periodicamente alla Commissione europea i dati per la procedura di controllo sul debito. Si deve infatti sottolineare la assoluta necessità che le operazioni di finanziamento degli enti locali siano effettuate secondo il principio di economicità e di trasparenza amministrativa, nel rispetto di comportamenti autodisciplinati. Detti comportamenti hanno come presupposto l'attività di coordinamento di cui il monitoraggio del debito costituisce elemento qualificato.

Particolare attenzione è rivolta all'acquisizione dei dati riguardanti le operazioni di finanza derivata, con la necessità di entrare il più possibile nel dettaglio delle operazioni, sia per supportare il livello di competenza degli amministratori e degli operatori degli enti locali, sia per evitare l'uso improprio di alcuni strumenti, come precisato dal decreto del 1° dicembre 2003. A tal fine il Ministero, nella fase di monitoraggio, ha ritenuto opportuno richiedere, oltre che la descrizione dell'operazione su apposito modello, anche l'invio del relativo contratto sottoscritto con l'intermediario finanziario. Ciò consentirà di monitorare il grado di esposizione assunto nel tempo dall'ente, nonché di valutare se l'operazione sia conforme al dettato del Regolamento, alla luce dei chiarimenti contenuti nella relativa circolare esplicativa<sup>(6)</sup>.

Fino a febbraio 2004 i comuni, le province e le regioni hanno avuto libero

(6) Si deve ricordare che l'art. 41 della l. 448/2001 ed il relativo Regolamento non prevedono alcuna sanzione in caso di mancata, non veritiera o incompleta comunicazione da parte degli enti, per cui il Dipartimento del tesoro è tenuto ad effettuare rilievi incrociati tali da consentire la verifica dei dati comunicati.

accesso al mercato degli *swap* e, incoraggiati dalle banche che ne ricavano considerevoli commissioni, hanno posto in essere operazioni fuori bilancio (*off-balance sheet*) con un forte effetto leva, o venduto opzioni che potrebbero, come contropartita della liquidità che offrono a pronti, aumentare gli oneri futuri del debito in misura pericolosa.

Oltre alla regolamentazione degli obblighi di trasmissione dei dati sulle operazioni finanziarie al Dipartimento del tesoro, i punti definiti dal decreto sono essenzialmente quattro:

A) il ruolo di coordinamento del Ministero dell'economia per quanto riguarda l'accesso degli enti al mercato dei capitali, limitato però alle operazioni di finanziamento o di cartolarizzazioni di importo pari o superiore a 100 milioni;

B) i vincoli per la costituzione di fondi per l'ammortamento del debito o per un *amortising swap* (considerato l'adeguato merito di credito delle controparti incaricate della gestione e la possibilità di investire solo in titoli obbligazionari di enti o amministrazioni pubbliche);

C) l'elenco delle operazioni in derivati consentite che sono, oltre agli *swap* su tassi di cambio (obbligatorie in caso di emissioni in valuta), quelli su tassi di interesse, i *FRA*, le opzioni *CAP* e *COLLAR*, e le combinazioni delle precedenti, anche con barriera, e altre operazioni in derivati finalizzate alla ristrutturazione del debito purché:

1. non prevedano una scadenza superiore a quella associata alla sottostante passività;

2. i flussi ricevuti siano uguali a quelli previsti per l'ammortamento delle sottostanti passività;

3. non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento;

4. non prevedano la liquidazione di uno sconto o premio (*upfront*) al momento del perfezionamento superiore al 1% del sottostante;

Come regola generale, tutte le suddette operazioni devono riferirsi a passività effettivamente dovute e possono prevedere indicizzazioni esclusivamente a parametri monetari di riferimento dei G-7;

D) infine, per una corretta gestione dei rischi creditizi, è prescritto che gli enti concludano le operazioni solo con controparti dotate di adeguato merito di credito (almeno *investment grade*) e frazionino il totale delle ope-

zioni, ove superi i 100 milioni di euro, in quote fra diverse controparti un limite massimo del 25% ciascuna.

Per ovviare al vuoto normativo, in passato alcuni enti locali, intenzionati ad utilizzare gli strumenti derivati nella gestione del debito, hanno modificato il proprio regolamento di contabilità prevedendo l'attivazione di tali strumenti per ridurre i rischi di tasso e con finalità non speculative, rimarcando precise finalità relative in ordine alla gestione del debito e alle operazioni consentite.

Particolarmente opportuno è stato il limite posto al ricorso alla tecnica dell'anticipazione (*upfront*) nella misura dell'1% del nominale.

Con tale metodo è possibile ricavare liquidità da un'operazione finanziaria giuridicamente non configurata come debito, ma che negli effetti pratici ha le stesse conseguenze; va detto infatti che il premio di liquidità si risolve nei fatti in un anticipato versamento di fondi che sconta l'attualizzazione dei relativi tassi a carico della controparte o che si ripercuote sullo *spread*.

La regola quindi ad un *upfront* elevato corrispondono maggiori oneri per l'ente contraente. Sulla destinazione delle somme derivanti va detto che la pratica inizialmente invalsa di destinarli ad aumentare le spese correnti è stata ormai ampiamente smentita dalla dottrina e dalle pronunce della Corte dei conti. Secondo la Corte infatti si tratterebbe di una forma analoga di mutuo, o comunque dell'anticipazione di somme che saranno poi corrisposte dall'ente in diversa forma, ma che in ogni caso rientrano tra le "forme di ricorso al mercato finanziario" previste dall'art. 199, lett. g) del d.l.g.e.l. n. 267/2000 e destinabili, anche ai sensi dell'art. 119, sesto comma della Costituzione, dell'art. 30, comma 15 della legge 27 dicembre 2002, n. 289 (finanziaria 2003) e dell'art. 3, comma 18 della l. n. 350/2003 (finanziaria 2004) unicamente a sostegno delle spese di investimento (7).

In generale la rimodulazione del debito secondo un profilo di oneri crescenti nel tempo (in termini di rischio o di costo), sia che tenda a realizzare una immediata riduzione del costo del finanziamento o una monetizzazione dei benefici iniziali, oltre ad essere un'operazione fortemente speculativa, appesantisce i bilanci futuri senza la necessaria trasparenza delle scelte operate.

(7) Sulla definizione di spese di investimento e limiti all'indebitamento vedi G. MAROTTA, C. MARCHESE, E. NAPOLITANO, *La definizione di spesa in conto capitale e di investimento dopo la legge finanziaria 2004*, in questa Rivista 2004 (5), 41.

## 2. Descrizione del fenomeno

I dati ufficiali del monitoraggio avviato non sono stati ancora pubblicati dal MEF; tuttavia è possibile indicare alcune cifre, al fine di dimensionare meglio il fenomeno. Recentemente è stato chiesto agli enti locali, dalle Corte dei conti, di fornire il dato relativo all'importo dei contratti di *swap* stipulati a tutto il 31 dicembre 2003 <sup>(8)</sup>. Relativamente alle amministrazioni provinciali che hanno segnalato di aver stipulato contratti di *swap* (37 enti rispetto a 88 esaminati), il capitale nozionale sottostante è pari a 1.627.827.000,00 di euro.

Per quanto concerne i comuni, nei 305 enti (rispetto ai 1.099 del campione) esaminati che hanno dichiarato di aver sottoscritto contratti derivati, il capitale nazionale totale è pari a 13.451.787.000,00 di euro. Volendo ricomprendere gli altri enti ed anche i piccoli comuni, che non sono stati affatto esclusi dall'utilizzo di tali strumenti, ma che anzi li hanno a volte adoperati anche per "fare cassa", si può con una certa approssimazione affermare che il volume complessivo di capitale nozionale "swappato" supera di gran lunga i 20 miliardi di euro.

Basti inoltre anche confrontare il dato dell'indebitamento degli enti negli ultimi anni.

La prima emissione in assoluto di un prestito obbligazionario locale risale al 26 giugno 1996; detentore del record è il Comune di Forlì che collocò un Boc (Buono obbligazionario comunale) per un importo di 12,2 miliardi di lire, battendo sul filo di lana il collocamento del prestito del Comune di Napoli, che si rivolse al mercato USA (prima emissione all'estero), per un importo di 175 milioni di dollari <sup>(9)</sup>.

(8) Vedi Corte dei conti, sez. un. di controllo, deliberazione n. 10/2004.

(9) L'evento, all'epoca, fu a dir poco osannato; il "Bassolino-Bond", così fu definito dal nome dell'allora sindaco, fu collocato a fermo con tassi indicizzati al dollaro USA. A differenza del titolo emesso dalla Provincia di Napoli in euro nel giugno 1999, per un valore di 33,7 milioni (collocato da Merrill Lynch), il Boc del Comune di Napoli ha risentito di tutti gli sbalzi che il dollaro in questi anni ha avuto prima sulla lira e poi sull'euro.

"Il Sole 24 Ore" del 28 ottobre 2005 segnalava che il tasso sui Boc, con una operazione di *swap*, era passato da fisso a variabile, con un consistente risparmio immediato. L'articolo parla anche dell'acquisto di una protezione (*cap*) contro il rialzo dei tassi futuri, ma non specifica il livello fissato.

A mio parere va pure detto che in un momento in cui la curva *forward*, cioè quella dei tassi attesi, si impenna in modo rilevante dato che tutti si aspettano l'aumento dei tassi (è la politica dichiarata dalla BCE che segue l'esempio della Federal Reserve), uno *swap* fisso - variabile avrà certamente un *price* molto interessante. C'è da chiedersi però: è un atteggiamento prudente quello che è stato assunto, laddove i tassi dovessero cominciare a salire e con esso il costo dell'indebitamento?



Annualmente le regioni, i comuni e le province italiane sono al primo posto in Europa nella classifica degli enti locali emittenti di obbligazioni collocate all'estero. Inoltre siamo secondi al mondo solo al Canada, che vanta una tradizione più lunga sull'utilizzo di questi strumenti.

In Italia nel 2003 sono state effettuate 168 emissioni, da parte di 90 comuni, 2 comunità montane, 17 province e 8 regioni per un totale emesso pari a oltre 4,3 miliardi di euro. In totale, dal 1996 alla fine del 2003 sono state effettuate emissioni obbligazionarie da parte degli enti locali italiani per quasi 20 miliardi di euro; di questi oltre il 71% dalle regioni, il 22% dai comuni e solo il 7% dalle province <sup>(10)</sup>.

Come riferito dalla Corte dei conti, in una audizione tenutasi presso la Commissione bilancio del novembre 2004, il capitale "swappato" dagli enti locali a fine novembre 2003 ammonta ad oltre 1,6 miliardi di euro, percentualmente pari al 38,4% del debito complessivo <sup>(11)</sup>.

Nel corso del 2004 e del 2005 ben 52 tra regioni, province e comuni di ogni parte d'Italia hanno sottoscritto operazioni di emissioni obbligazionarie per un ammontare complessivo di circa 7,5 miliardi di euro, se si tralasciano le operazioni di emissione inferiori a 10 milioni, così come evidenziato nella seguente tabella.

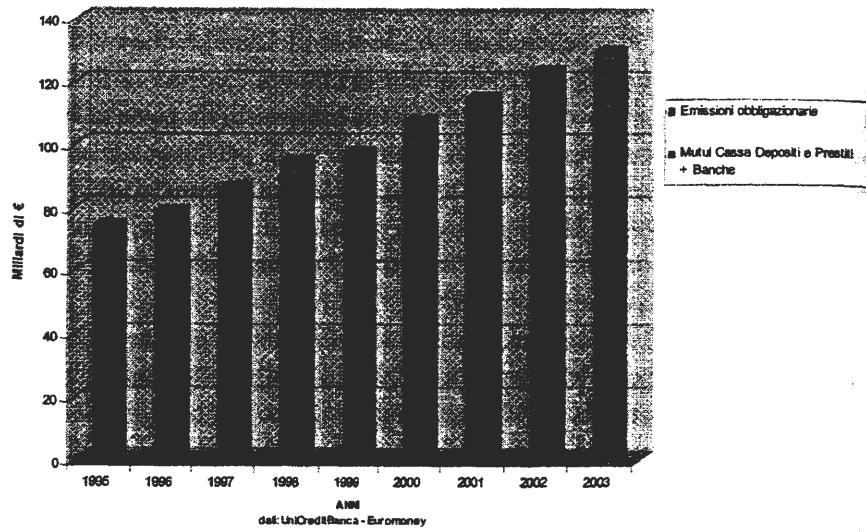
<sup>(10)</sup> La normativa di riferimento per le emissioni obbligazionarie è contenuta dall'art. 35, commi 2 e 3 della l. 724/1994 e dal d.m. 5 luglio 1996, n. 420.

<sup>(11)</sup> Audizione dinanzi alla Commissione Programmazione economica e Bilancio del novembre 2004, del presidente della Corte dei conti prof. Staderini - vedi Senato della Repubblica, Commissione Programmazione economica e Bilancio, ulteriori elementi per l'"indagine conoscitiva sugli effetti e le tecniche di controllo dei flussi di finanza pubblica in ordine all'andamento del debito, con particolare riferimento alla componente non statale", novembre 2004; ed inoltre Corte dei conti, sez. un. di controllo, deliberazione n. 10/2004.

Analogo contenuto vi è nella Audizione dei rappresentanti della Corte dei conti - 3 marzo 2005 - sull'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati dinanzi alla VI Commissione finanze della Camera dei deputati, presieduta dall'on. Giorgio La Malfa.

## FINANZIAMENTI AGLI ENTI LOCALI

elaborato in proprio



emittente	data emissione	durata anni	ammontare MLN euro
<b>Comune di Milano</b>	<b>29.6.2005</b>	<b>30</b>	<b>1685</b>
Regione Sardegna	20.12.2004	30	500
Regione Sardegna	22.11.2005	30	500
Regione Piemonte	13.1.2004	30	435
Comune di Napoli	2.11.2004	20	400
Regione Friuli	15.12.2005	15	400
Comune di Roma	27.11.2005	28	400
Regione Friuli	19.11.2004	15	329
Provincia di Roma	12.11.2004	20	300
Regione Abruzzo	25.11.2004	20	250
Regione Lazio	9.8.2004	30	200
Regione Toscana	15.12.2005	35/50	200
Provincia di Torino	27.6.2005	20	173
Provincia di Salerno	10.12.2004	30	120
Regione Liguria	18.11.2004	20	120
Regione Umbria	22.4.2005	15	113
Regione Liguria	22.11.2004	30	100
Regione Lazio	9.8.2004	30	100
Regione Molise	20.4.2005	30	81
Regione Liguria	18.11.2004	15	80
Comune di Genova	30.1.2004	25	77
Provincia di Salerno	18.1.2005	30	69

emittente	data emissione	durata anni	ammontare MLN euro
Comune di Genova	12.7.2005	13	68
Comune di Genova	31.1.2005	25	60
Provincia di Treviso	21.12.2004	30	60
Comune di Pescara	29.11.2004	20	50
Comune di Prato	29.12.2004	15	38
Comune di Salerno	26.11.2004	20	36
Comune di Tivoli	28.4.2005	20	32
Comune di Viterbo	27.6.2005	25	27
Comune di Rimini	30.6.2005	8	19
Comune di Como	27.6.2005	20	18
Comune di Jesi	24.6.2005	15	13
Provincia di Trento	26.7.2005	15	12
Comune di Parma	30.6.2005	20	11
Comune di Recanati	24.6.2005	20	11

l'emissione del Comune di Milano, per 1,685 miliardi di euro è la più grande mai varata da un ente territoriale europeo, a tasso fisso e con un rendimento lordo annuo pari al 4,019% <sup>(12)</sup>. Negli ultimi giorni del 2005 sono emesse *bonds* anche i comuni di Como, Lecce, Sassari, Perugia e le province di Trieste, Macerata, Udine, Teramo, Alessandria e Vicenza, quasi tutti finalizzati all'estinzione dei mutui precedentemente contratti con la banca sepositi e prestiti.

Legato al concetto di emissione c'è quello di *rating* o merito di credito. Senza volersi avventurare nel dettaglio, va però detto che in Italia meridionale, oltre le regioni, solo nove enti (5 province e 4 comuni) si sono dotate di un giudizio da parte di una società internazionale di valutazione, che consente di indebitarsi ad un tasso equo che tenga conto anche della propria solvibilità <sup>(13)</sup>.

Molte delle emissioni sono state realizzate con il metodo del "sinking fund" (fondo di ammortamento), che trova applicazione nei prestiti per i quali è previsto il rimborso in unica soluzione a scadenza. Normalmente i tassi, l'uno relativo al prestito per il pagamento degli interessi e l'altro

<sup>(12)</sup> Dati Depfa Bank in 13° Convegno annuale "European Local and regional government financing" organizzato da Euromoney conferences, Venezia, 4 maggio 2006.

<sup>(13)</sup> La Provincia di Napoli ha recentemente vistosi confermare il rating Aa3 che, al pari della Provincia di Milano, è il più elevato attualmente attribuito a una Provincia italiana a statuto ordinario. Vedi "Il Sole 24 Ore" del 16 e del 28 dicembre 2005.

per costituire, alla scadenza del prestito (in base ad un determinato tasso di capitalizzazione), la somma atta a consentirne il rimborso, risultano diversi fra loro; da cui la denominazione di "ammortamento a due tassi" attribuita a tale tecnica <sup>(14)</sup>.

L'esistenza di un divario fra i due tassi di interesse, l'uno, di solito, maggiore sul debito emesso e l'altro corrisposto sui fondi accumulati per la costituzione del capitale da rimborsare, costituisce l'ipotesi più frequente e tradizionalmente considerata nel metodo del *sinking fund*.

Questa situazione determina, tuttavia, un tasso effettivo di costo per l'ente emittente maggiore di quello relativo al caso di rimborso graduale, con interessi corrisposti al tasso nominale del prestito sul debito residuo. Mentre, infatti, l'ente continua a remunerare costantemente, al suddetto tasso, i sottoscrittori sempre sull'importo inizialmente contratto, gli esborsi ulteriori, a carattere annuale, che l'ente medesimo deve effettuare verso la società intermediaria per la capitalizzazione dei fondi, vengono remunerati ad un tasso minore.

Il differenziale nel *quantum* degli interessi, quantunque non immediatamente esprimibile percentualmente, essendo riferito ad importi diversi non omogenei fra loro, viene a rappresentare un costo aggiuntivo sostenuto indirettamente per il prestito; ciò non si verificherebbe ove l'ente provvedesse al rimborso graduale del capitale dello stesso <sup>(15)</sup>. Pertanto l'emissione alla

(14) Il d.m. n. 389 del 1° dicembre 2003 del Ministero dell'economia e delle finanze, di concerto con quello dell'interno, e pubblicato nella G.U. n. 28 del 4 febbraio 2004, di cui si dirà ampiamente dopo, disciplina all'art. 2 l'ammortamento dei prestiti emessi, prevedendo, nel primo comma, accanto alla possibile stipulazione di apposite operazioni di *swap*, dei "contratti relativi alla gestione di un fondo per l'ammortamento del capitale da rimborsare". La circolare esplicativa del decreto aggiunge che gli enti sono tenuti a "vincolare la scadenza degli investimenti alla durata del fondo di ammortamento". Adeguate garanzie sono prescritte, sempre ai sensi del comma in questione, per tali operazioni finanziarie, richiedendosi un adeguato merito di credito per la controparte, certificato da agenzie di rating di livello internazionale. Sempre a fini di tutela verso i sottoscrittori, il successivo comma 2 dispone che le somme accantonate nel fondo di ammortamento del capitale da rimborsare "possano essere investite esclusivamente in titoli obbligazionari di enti e amministrazioni pubbliche, nonché di società a partecipazione pubblica di stati aderenti all'unione europea" (art. 2, comma 2). Il legislatore, parlando di "contratti relativi alla gestione di un fondo per l'ammortamento del capitale da rimborsare", oltre che di "somme accantonate nello stesso fondo di ammortamento", si è evidentemente riferito implicitamente alla tecnica del "*sinking fund*", anche conosciuta come "ammortamento a due tassi" o "metodo di ammortamento americano".

(15) Una possibilità di copertura è data dal comma 74 della l. 311/2004 (finanziaria 2005); "In caso di nuove emissioni di titoli obbligazionari con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza, è necessario che al momento dell'emissione venga costituito un fondo di ammortamento del debito o conclusa una operazione di *swap* per l'ammortamento dello stesso, secondo quanto disposto dall'articolo 2 del regolamento di cui al decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 1° dicembre 2003, n. 389".

si accompagna, quasi sempre, ad una operazione di *swap* sull'importo dell'emissione sottoscritta.

Dal 2006, con l'entrata in vigore della legge 23 dicembre 2005, n. 266 (Finanziaria 2006) <sup>(16)</sup> è venuto meno il vantaggio fiscale pari alla metà della ritenuta secca sugli interessi (12,5%) operata sui soggetti nettisti detentori di Bonds. Siccome non esiste un mercato *retail* di questi titoli, che sono detenuti esclusivamente da investitori istituzionali italiani ed esteri, tutti i soggetti lordisti per i quali non opera la ritenuta del 12,5% sugli interessi, per lo Stato rifondere agli enti emittenti metà della ritenuta fiscale era diventato un costo fisso. Solo qualora l'ente emittente dovesse collocare ai privati i titoli emessi beneficerebbe appieno del vantaggio fiscale. Ma le banche escludono che in tempi brevi si possa creare un mercato per la libera circolazione dei titoli emessi dagli enti locali, come è avvenuto per i titoli di stato, a causa dei costi connessi alla quotazione e per la scarsa fiducia ed attrattiva che questi strumenti di investimento hanno tra gli investitori privati, anche a causa dei recenti scandali finanziari che hanno visto coinvolti i sottoscrittori di obbligazioni Parmalat, Cirio e dei cosiddetti Bonds Argentina <sup>(17)</sup>.

### 3. Profili di responsabilità

Trascurando volutamente, per brevità, ogni possibile analisi sulle strategie finanziarie adottate dall'ente e sulla conoscibilità degli strumenti di finanza innovativa necessari, di volta in volta, a sostenere le diverse esigenze di sviluppo, ritengo opportuno qui concentrarmi sulle possibili cause di

<sup>(16)</sup> Art. 1 della l. 266/2005, comma 163:

All'articolo 1 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, il comma 2 è sostituito dal seguente:

"2. Per i proventi dei titoli obbligazionari emessi dagli enti territoriali ai sensi degli articoli 35 e 37 della legge 23 dicembre 1994, n. 724, si applica il regime tributario di cui all'articolo 2.

La presente imposta spetta agli enti territoriali emittenti ed è agli stessi versata con le modalità di cui al capo III del decreto legislativo 9 luglio 1997, n. 241".

<sup>(17)</sup> Tra quest'ultimi titoli andati in *default* e non più rimborsati figurano anche le obbligazioni emesse dalla Provincia di Buenos Aires. È curioso come le banche italiane proponessero ad investitori privati titoli speculativi di regioni così lontane da noi e non anche emissioni di enti locali italiani, di minor rendimento ma più sicuri. Parallelammente sarebbe bello anche considerare una funzione etica, sociale della sottoscrizione dei titoli emessi dal proprio comune e finalizzati alla realizzazione di opere cui andrebbe a beneficiare lo stesso investitore. Si arriverebbe così a realizzare una forma di partnerariato popolare, una specie di *public company*, nella quale gli *stakeholders*, o portatori di interessi, andrebbero a sostenere concretamente, e non solo politicamente, le scelte operate da chi governa, dimostrando in modo tangibile (ma anche redditizio) che un programma sottoposto al vaglio dell'elettorato è tanto condivisibile in quanto anche sostenibile e finanziabile.

responsabilità, amministrativa e contabile, che un uso poco "accorto" di tali strumenti può generare.

Si è già detto della vasta diffusione che hanno avuto, in particolare, le operazioni di *swap* e di emissioni obbligazionarie, non necessariamente utilizzate in modo congiunto. In particolare considererei l'uso dell'IRS e dei connessi strumenti contrattuali <sup>(18)</sup>.

Con l'IRS (*Interest Rate Swap*) definiamo un'operazione con la quale due soggetti (l'ente locale e una Banca) convengono di scambiarsi, per un periodo prefissato ed a date prestabilite, il differenziale sui flussi di interesse calcolati su un determinato capitale ("nozionale"). Uno *swap* fisso-variabile, ad esempio, consente di trasformare l'indebitamento da tasso fisso a tasso variabile (e viceversa per uno *swap* variabile-fisso).

A questo particolare (e non unico) tipo di *Swap* (*scambio*) è quasi sempre connesso l' "*upfront*", che è lo sconto o premio regolato al momento del perfezionamento delle operazioni mediante versamento per cassa e che, in base al decreto, non può ora essere superiore all'1 % del nozionale della sottostante passività.

### 3.1. La scelta del contraente

L'ente locale emittente è libero di scegliere, anche attraverso una trattativa privata, l'intermediario che ritiene più idoneo alla esecuzione dell'operazione, purché iscritto nell'Albo degli intermediari finanziari autorizzati, tenuto presso la Consob e la Banca d'Italia. Questo in quanto ai sensi dell'art. 5 comma 2, lett. d) del d.lgs. n. 157/1995 "Attuazione della direttiva 92/50/Cee in materia di Appalti Pubblici di Servizi", così come modificato dal d.lgs. n. 65/2000, i contratti per servizi finanziari relativi all'emissione, all'acquisto, alla vendita ed al trasferimento di strumenti finanziari non rientrano nell'ambito dell'applicazione del decreto medesimo e pertanto l'amministrazione non è tenuta a porre in essere le procedure di gara ivi previste per il perfezionamento delle operazioni in oggetto. Accade di sovente che l'ente individui direttamente una Banca a cui affidare la valutazione della convenienza di una operazione finanziaria e che questi, dopo aver

(18) Sul tema vedi G. MAROTTA, *La responsabilità amministrativa e contabile nell'uso degli strumenti di finanza innovativa*, in questa *Rivista* 2005 (10), 59 e dello stesso autore: *Indagine sull'uso degli strumenti derivati: i referti della Corte dei conti*, ivi 2006 (3), 96.

...cluso l'incarico, smetta i panni del consulente per vestire, a seconda dei casi, quelli della controparte, dell'*arranger* o dell'*advisor*. È come se, tanto per restare nella cronaca, una squadra di calcio si affidasse alle cure di un allenatore il quale proponga di acquistare dei calciatori che, guarda caso, si rappresenta come procuratore. Ma, ormai si sa, l'Italia è una Repubblica democratica fondata sul conflitto d'interesse!

Esclusa ogni possibile patologia o devianza, si ritiene certamente più consona all'esigenza di trasparenza ed economicità dell'ente favorire un procedimento concorrenziale. Si dirà che risulta difficilmente comparabile la valutazione di proposte che contengono diversi piani di ammortamento, o diversa durata, diverso *spread* sui tassi ovvero diversi elementi contrattuali. Innanzi tutto, del quale si è ampiamente detto in altra relazione cui si rimanda <sup>(19)</sup>, e che sarebbe comunque risolvibile laddove l'ente adottasse un proprio *Master Agreement* ovvero facesse proprio uno di quelli già diffusi, quali l'ISDA (*International Swap and Derivates Association*) o l'EMMA (*European Master Agreement*) opportunamente revisionato, il grado di omogeneità di una procedura di utilizzo di strumenti finanziari derivati è assicurato dal tipo di obiettivo che si intende raggiungere.

Nella costruzione dell'operazione va esclusa a priori la finalità speculativa, come ad esempio la possibilità di avvalersi di opzioni *Knock in-Knock out*, caratterizzate dalla cancellazione degli effetti dello swap al superarsi di una certa soglia (in alto, in basso, o sia in alto che in basso), o di operazioni *mirror*, tese ad annullare l'effetto del derivato montandone uno uguale e contrario al precedente; tale formulazione affiderebbe l'efficacia dello *swap* ad un'alea non giustificata per l'ente <sup>(20)</sup>. Inoltre va esclusa l'operazione di negoziazione del derivato assunta solo per posticipare gli effetti di una perdita, e realizzata nell'evidente speranza (e quindi alea) che in futuro si verificassero eventi tali da neutralizzare o ridurre il danno attuale patito. Pertanto l'unico obiettivo configurabile all'utilizzo degli strumenti in og-

(19) Sugli aspetti contrattuali, sull'ISDA e sulla funzione dei *Master Agreement* si consulti G. MAROTTA, *La responsabilità amministrativa e contabile nell'uso degli strumenti di finanza innovativa*, cit., pagg. 72 e seguenti.

(20) La delibera della Corte dei conti sez. giurisdizionale Toscana n. 3/2006 del 16 gennaio 2006, nel riportare l'esito dei controlli effettuati sul Comune di Viareggio (LU), rileva in una operazione di *swap* la mancanza di strumenti idonei a riparare l'ente da eventuali rialzi dei tassi d'interesse, ricordando che deve essere prestata la massima prudenza nell'utilizzo degli *swap*, in quanto strumenti estremamente rischiosi e da sottoporre a continuo ed attento monitoraggio al fine di salvaguardare l'ente da possibili squilibri nei bilanci futuri.

getto è meramente di copertura ai rischi di tasso, di valuta ecc. rispetto ad una operazione finanziaria sottostante <sup>(21)</sup>. In ogni caso occorrerebbe accompagnare l'operazione con una relazione che statuisca le decisioni adottate al momento in cui la stessa viene posta in essere. È banale, ma la prima cosa che un qualsiasi magistrato andrà a chiedere, in caso di una malaugurata controversia, sarà una relazione, datata all'epoca in cui si è attivato lo strumento, con la quale si chiarisca l'iter logico che ha portato a quella scelta e come si è addivenuto ad acquisirla. Per la scelta del contraente, definite le necessità da soddisfare e verificatene la legittimità, l'ideale sarebbe fissare i punti cardini e mettere a gara, con una procedura ad evidenza, un solo elemento del contratto suscettibile di valutazione economica, come ad esempio, nel caso di un IRS fisso - variabile, lo *spread* applicato (rese fisse tutte le altre variabili quali capitale sottostante, durata, *upfront*, ecc.). Un esempio concreto è quello posto in essere dalla Provincia di Napoli per l'acquisto di una opzione *cap* nel marzo 2004. Alla gara telematica effettuata per aggiudicare al miglior contraente il contratto per l'operazione di INTEREST RATE SWAP con l'acquisto di una opzione CAP al 4,66%, su nozionale pari al debito residuo a tasso variabile di euro 22.477.123,80, da tasso variabile (euribor 6m + 0,19%) a tasso variabile (euribor 6m + 0,19% + *spread*), parteciparono cinque Istituti di credito, procedendo a ben 38 rilanci in sede di gara. Alla fine l'offerta migliore fu aggiudicata allo *spread* di 15,70 punti base, da sommare allo 0,19 % già praticato, per un totale di 0,347%.

Opportunamente l'ente potrebbe costruirsi un Albo dei soggetti abilitati in possesso dei requisiti richiesti, in modo da verificare preventivamente le condizioni di trasparenza che legano contrattualmente le parti, e definire, tra i tanti aspetti, quello legato alla dichiarazione di operatore qualificato.

(21) Possono essere considerate di copertura le operazioni sui derivati quando:

- 1) siano esplicitamente poste in essere per ridurre la rischiosità di altre posizioni già detenute in portafoglio;
- 2) vi sia un'elevata corrispondenza funzionale tra gli elementi finanziari considerati di rischio (scadenza, tasso, valuta, ecc.) dell'oggetto della copertura e del derivato acquistato. È altresì da evitare anche il cosiddetto "eccesso di copertura" che si verifica nel caso in cui si utilizzi un derivato in misura sovradimensionata alla necessità effettiva, divenendo così sostanzialmente un'operazione speculativa;
- 3) le condizioni esistenti risultino sempre documentate da documenti ufficiali scambiati tra le parti ed attentamente valutati, soprattutto nella fase pre-contrattuale.



#### 1. Definizione di operatore qualificato

La peculiarità principale degli strumenti derivati, tra le tante <sup>(22)</sup> riscontrabile, è la massima volatilità del prezzo. Al pari di un'azione, congiuntamente all'andamento dei mercati, il valore può mutare nel corso di una stessa giornata ed anche di molto. Quindi, occorre fare presto. Il contratto tra le parti non concluso immediatamente, non necessariamente in forma scritta, ma per un fax, una e-mail, persino una telefonata sono sufficienti. Soffermarsi a pensare, riflettere, valutare può costare all'intermediario (o al cliente) un bel po' di soldi. Di qui l'esigenza di operare in modo libero da ogni tipo di vincoli e laccioli, ovvero di tutela, posta a salvaguardia dell'interesse costituzionalmente protetto del risparmio ed a favore della controparte debole, che nei mercati finanziari probabilmente conosce a malapena solo il proprio conto corrente perennemente in rosso.

Nei mercati finanziari necessitano di soggetti che siano immediatamente riconoscibili come titolati ad operare validamente, senza l'insorgere di implicanze successive; vengono così definiti gli operatori qualificati.

In applicazione alle direttive 85/611/Cee e 93/22/Cee del Consiglio europeo emanato il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il già richiamato t.u.f.); ma una definizione completa di operatore qualificato, ancora in vigore, è contenuta nell'art. 31 del Regolamento Consob n. 11522/98, comma 2 <sup>(23)</sup>.

Esistono quindi due tipologie possibili di operatore qualificato:

- A) i soggetti considerati qualificati per legge; società o persone fisiche che, svolgendo un determinato tipo di lavoro, "debbono" necessariamente possedere una conoscenza tale da considerarli automaticamente tali;
- B) quei soggetti, persone fisiche o società, per il tramite del legale rappresentante, che dichiarino espressamente per iscritto di possedere una competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari da essere qualificati.

<sup>(22)</sup> Si può pensare all'effetto - leva sul nozionale, alla complessità di calcolo, all'elevato rischio connesso al loro utilizzo, tanto da farli considerare, per alcuni, "strumenti finanziari di distruzione di massa" *simile ad orologeria*.

<sup>(23)</sup> "2. Per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, i SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal testo unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante".

In pratica chiunque. Basta una firma. Come si dirà poi, la giurisprudenza esclude, a meno che non si tratti solo di una "clausola di stile" inserita nel contratto, che si possa poi disconoscere tale dichiarazione. L'importanza è tale che da questa dichiarazione vengono disapplicate tutte le norme di favore previste per il risparmiatore non qualificato<sup>(24)</sup>, come ad es. quelle relative al conflitto di interessi, sull'adeguatezza delle operazioni, sulle informazioni da scambiare necessariamente prima della conclusione del contratto tra intermediario ed investitore, sulle caratteristiche della gestione e sulle informative connesse all'effettuazione di ogni singola operazione<sup>(25)</sup>, il divieto ad operare fuori da mercati regolamentati, ecc.

Recentemente la normativa comunitaria, con la *Direttiva 2004/39/Ce* del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004 (cosiddetta Mifid-Market in *financial instruments directive*, relativa ai mercati degli strumenti finanziari), che modifica le direttive 85/611/Cee e 93/6/Cee del Consiglio e la direttiva 2000/12/Ce del Parlamento Europeo e del Consiglio, e che abroga la direttiva 93/22/Cee del Consiglio, ha di nuovo regolamentato la disciplina relativa all'operatore qualificato, qui chiamato *Cliente Professionale*<sup>(26)</sup>.

Chiariamo subito che tale direttiva *non* è stata ancora recepita nel nostro Ordinamento<sup>(27)</sup>. L'allegato II contiene una dettagliata classificazione della

(24) Con la dichiarazione di operatore qualificato vengono disapplicati i seguenti articoli del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli intermediari:

Art. 27 - Conflitti di interesse; Art. 28 - Informazioni tra gli intermediari e gli investitori; Art. 29 - Operazioni non adeguate; Art. 30 - Contratti con gli investitori; Art. 37 - Contratti con gli investitori; Art. 38 - Caratteristiche della gestione; Art. 39 - Categorie di strumenti finanziari; Art. 40 - Tipologia delle operazioni; Art. 41 - Leva finanziaria; Art. 42 - Parametri oggettivi di riferimento; Art. 43 - Prestazione del servizio; Art. 44 - Strumenti finanziari non negoziati in mercati regolamentati (come i derivati); Art. 45 - Conflitti di interessi nel servizio di gestione; Art. 47 - Concessione di finanziamenti agli investitori; Art. 60 - Attestazione degli ordini; Art. 61 - Informazioni sulle operazioni eseguite; Art. 62 - Rendicontazioni periodiche.

(25) Si pensi ad esempio ad una gestione della liquidità; l'intermediario investe la liquidità di cassa disponibile in un portafoglio titoli, di solito a breve, che può smobilizzare e reinvestire più volte per ottenere un maggiore rendimento. Se dovesse (e potesse) operare per un investitore non qualificato, prima di ogni singola operazione, dovrebbe preventivamente avvertire il cliente sui gradi di rischiosità dell'operazione, attendere l'ordine per iscritto, ecc.

(26) Uno degli obiettivi della presente direttiva è proteggere gli investitori. Le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali e controparti). È necessario imporre effettivamente alle imprese di investimento un obbligo di esecuzione alle condizioni migliori in modo da garantire che esse eseguano gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente.

(27) La nuova legge per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari (legge 28 dicembre 2005, n. 262 pubblicata sulla *G.U.* n. 301 - s.o. n. 208 del 28 dicembre 2005) pur apportando modifiche ed integrazioni al precedente testo unico sulla finanza - d.lgs. 58/1998, non ha trattato l'aspetto dell'operatore qualificato e delle garanzie agli investitori in prodotti finanziari derivati. Recentemente il termine stabilito per il recepimento della normativa comunitaria alle disposizioni interne è stato prorogato al 31 gennaio 2007.

specie. È da considerare operatore qualificato chi possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume. Per essere considerato operatore qualificato, il cliente deve ottemperare ai seguenti criteri:

1) sono operatori qualificati di diritto coloro che operano, previa autorizzazione, sui mercati finanziari. Quindi avremo:

- a) enti creditizi;
- b) imprese di investimento;
- c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati;
- d) imprese di assicurazione;
- e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi;
- f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi;
- g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci;
- h) singoli membri di una borsa;
- i) altri investitori istituzionali, come i Governi, nazionali e regionali, gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sovranazionali come la Banca Mondiale, l'FMI, la BCE, la BEI e altre organizzazioni internazionali analoghe.

Questi soggetti possono però chiedere di essere trattati, e quindi tutelati, al pari degli investitori non professionali ed avere, su specifiche operazioni, tutte le informative ed i trattamenti concessi alla generalità dei risparmiatori.

Inoltre dovrebbero essere considerati clienti professionali (operatori qualificati) per tutti i servizi e gli strumenti di investimento, ai fini della Direttiva 2004/39/Ce, anche le imprese di grandi dimensioni che ottemperano a livello di singola società ad almeno due dei seguenti criteri dimensionali:

- 1) Totale di bilancio: 20.000.000 euro;
- 2) Fatturato netto: 40.000.000 euro;
- 3) Fondi propri: 2.000.000 euro.

Per alcuni <sup>(28)</sup>, il criterio dimensionale non sembra coerente con la nor-

(28) Vedi F. SARTORI, *Gli swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, in Atti del Convegno Synergia, Milano, 19-20 maggio 2005.

mativa di riferimento. Se è vero infatti che una società particolarmente "solida" può assorbire con più facilità perdite derivanti da operazioni finanziarie, magari in derivati, è altresì vero che non sussiste alcuna correlazione logica o funzionale tra i parametri individuati e le caratteristiche economico-patrimoniali della stessa società. A meno che il criterio dimensionale serva a presumere che l'azienda, per la rilevanza del fatturato e dei mezzi propri, abbia una Direzione finanziaria in grado di padroneggiare in tali operazioni.

II) sono Operatori Qualificati soggetti ad autorizzazione coloro in possesso di precisi requisiti. Tuttavia le banche non dovrebbero presumere che tali clienti possiedano conoscenze ed esperienze di mercato comparabili a quelle delle categorie elencate alla sezione I.

Qualunque riduzione della protezione prevista dalle norme standard di comportamento delle imprese è considerata valida solo dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente (una sorta di esame, il c.d. *test di competenza* <sup>(29)</sup>); in questo modo l'impresa di investimento può ragionevolmente ritenere, tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti, che il cliente è in grado di adottare le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume.

A tal fine va riscontrata la presenza di almeno due su i tre criteri qui riportati:

1) *il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;*

2) *il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante e gli strumenti finanziari, deve superare 500.000 euro;*

3) *il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.*

Oltre a ciò, va espletata una particolare procedura che prevede lo scambio di comunicazioni scritte contenenti quali sono le protezioni e i diritti

(29) Il test di competenza applicato ai dirigenti e agli amministratori dei soggetti autorizzati a norma delle direttive nel settore finanziario potrebbe essere considerato come un riferimento per valutare la competenza e le conoscenze del cliente. In caso di soggetti di piccole dimensioni, la persona oggetto della valutazione di cui sopra dovrebbe essere la persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto.

indennizzo che potrebbero perdersi e l'accettazione espressa, da parte del cliente, che è ben consapevole degli effetti derivanti dalla propria richiesta.

Sin qui il futuro. Su quando potrà applicarsi anche in Italia, in particolare agli enti pubblici, che rischiano denaro della collettività, al momento non è dato sapere.

La situazione attuale desta più di qualche preoccupazione. Ancora non è raro veder proporre una delibera, come quella riportata alla fine di questo scritto, nella quale si "autorizza il Direttore dell'area finanziaria a sottoscrivere la dichiarazione di "operatore qualificato", di cui all'art. 31, comma 2 del regolamento Consob approvato con delibera n. 11522 del 1° luglio 1998 e successive modifiche ed integrazioni, emanato in attuazione del d.lgs. n. 11522/1998. La sottoscrizione di tale dichiarazione comporta l'applicazione ai rapporti tra la banca e il comune delle previsioni normative concernenti gli "operatori qualificati", così come previsto dall'art. 31 del citato Regolamento Consob n. 11522/1998 e successive modifiche ed integrazioni", eliminando così d'un colpo tutte le tutele offerte dall'Ordinamento alla parte più debole del contratto, alla parte in possesso di minori informazioni e più soggetta al rischio dell'onerosità nell'esecuzione, che francamente non mi sembra possa mai essere la banca. E a destare l'allarme è non solo la Corte dei conti, con le già citate deliberazioni ed audizioni<sup>(30)</sup>, ma di recente anche la Ragioneria Generale dello Stato che nel suo Rapporto annuale<sup>(31)</sup> stigmatizza la pratica diffusa delle dichiarazioni di operatore qualificato. Infatti *"ciò mette in chiaro la posizione debole degli enti locali di piccole e medie dimensioni, per i quali dovrebbe essere preclusa l'autocertificazione di operatore qualificato, in fronte di perdite potenzialmente consistenti ... ovviamente l'approfondita conoscenza dei mercati finanziari non può rientrare nelle conoscenze opera-*

(30) In ultimo la Corte dei conti, nell'adunanza del 27 aprile 2006, nn. 6 e 7, ha approvato le linee guida per l'attuazione del controllo dei revisori dei conti previsto ai commi 166 e 167 della l. 266/2005 (finanziaria 2006) e i relativi questionari. Al punto 4) del questionario i Revisori, oltre a valutare la correttezza dell'indebitamento assunto solo per fini di investimento, dovranno altresì indicare le operazioni di *swap* sottoscritte a copertura di emissioni *bullet* o per *cross currency swap*, le operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito specificando: a) previsione flussi differenziali positivi; b) allocazione degli stessi in bilancio; c) destinazione di tali flussi; d) eventuali premi di liquidità - *upfront* - e) allocazione delle entrate derivanti da tali premi e loro destinazione; f) eventuale allungamento del periodo di ammortamento.

(31) Ministero dell'economia e finanze, Dipartimento della Ragioneria Generale dello Stato, Ispettorato Generale di Finanza, "Relazione al Ragioniere Generale dello Stato sull'attività nell'esercizio finanziario 2005" del 2 maggio 2006, pubblicato sul sito del MEF.

*tive dei dirigenti pubblici mancando di comprovata esperienza nel campo dei prodotti derivati, soprattutto con riguardo alla comprensione dei fenomeni sottesi alla evoluzione dei tassi d'interesse* <sup>(32)</sup>”.

Va detto anche, per onestà, che molte banche si sono già adeguate alla Direttiva 2004/39, anche se non obbligate, e prima di accettare la dichiarazione di operatore qualificato effettuano al Dirigente che sottoscriverà il contratto il cosiddetto test di competenza, riscontrandone il possesso dei requisiti previsti. E va anche detto che in enti di grosse dimensioni è possibile riscontrare, con una certa probabilità, il possesso di almeno due dei requisiti previsti. Ma per gli altri?

#### 5. (Mancata) tutela giurisdizionale

Dopo l'emanazione del Regolamento, per l'accesso al mercato dei capitali da parte degli enti territoriali, si è aperta la stagione delle riflessioni; va anche precisato che, secondo autorevoli pareri della Corte dei conti, chi ha sottoscritto tempo fa contratti ed ha aperto posizioni ora vietate farebbe bene ad intervenire prontamente per ricondurle nell'alveo della legittimità <sup>(33)</sup>.

Ma l'uso di tali strumenti, anche per fini puramente speculativi, è ormai ricorrente nella gestione delle aziende private. Ciò ha generato, naturalmente, un certo contenzioso ed il ricorso al giudice civile per dirimere questioni controverse. Ho ritenuto riprendere (e citare) alcune sentenze, tra quelle che più si avvicinano a fattispecie similari interessanti anche per gli enti locali.

Sulla questione ampiamente dibattuta della dichiarazione di operatore qualificato vi è stato un mutamento giurisprudenziale; in passato il giudice riteneva priva di efficacia giuridica la clausola contrattuale di stile, predisposta dall'intermediario e sottoscritta dal cliente, ove questi si dichiara operatore qualificato pur non possedendone i requisiti, per violazione dei

(32) Ragioneria Generale dello Stato, *op. cit.* Aggiungo io che, oltre che alla competenza, è necessario possedere anche la conoscenza di questi fenomeni. Non basta guardare le quotazioni dei prodotti sulle pagine di un giornale economico, perché non ci sono. Occorre possedere abbonamenti a canali finanziari specifici quali BLOOMBERG, REUTERS, TELERATE ed avere software dedicati per l'elaborazione. Tutte cose che costano, anche molto, e che non si trovano in un piccolo comune.

(33) Vedi G. TAGLIAMONTE, *Il monitoraggio sulla gestione dell'Ente locale e la responsabilità amministrativa*, in Atti del convegno "La nuova disciplina in tema di strumenti finanziari derivati delle amministrazioni pubbliche", ITA, Milano, 5 e 6 maggio 2004.

principi generali di correttezza e buona fede (art. 1175 cod. civ.)<sup>(34)</sup>. Di recente invece il Tribunale ha respinto il ricorso di chi aveva sottoscritto, autonomamente e separatamente, tale dichiarazione, ribadendo che il soggetto legittimato (legale rappresentante) della società, che fornisce sotto la propria responsabilità una dichiarazione circa la competenza posseduta per poter valutare gli effetti di un contratto derivato, senza interrogarsi sul suo significato, se ne assume tutta la responsabilità, impegnando la società rappresentata a subirne gli effetti, salvo poi la possibilità per quest'ultima di rivalsa nei confronti del dichiarante mendace<sup>(35)</sup>. In un caso<sup>(36)</sup>, di fronte alle dichiarazioni rese dal legale rappresentante, "soggetto maggiormente titolato a garantire a terzi la competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari", la Banca non aveva alcun onere di operare altre verifiche e i suoi rapporti con l'investitore venivano ad essere impostati in termini diversi rispetto ai rapporti con gli investitori non qualificati. Secondo una recente pronuncia<sup>(37)</sup>, di fronte alla solita dichiarazione resa dal legale rappresentante con atto separato rispetto al contratto, e senza dare dimostrazione che siffatta dichiarazione sia stata ottenuta dalla banca mediante "artifici o raggiri" o che sia frutto di un errore, né che sia una mera causa di stile (nel qual caso sarebbe inefficace), essa conserva integro il suo valore; a nulla vale voler invocare anche la previsione inserita nella citata Direttiva 04/39/Cee, atteso che non è stata ancora recepita nel nostro ordinamento e che comunque il contratto è stato stipulato in data anteriore all'emanazione di tale disciplina cui non può riconoscersi addirittura efficacia retroattiva. Anche di fronte a richieste di sospensiva per danno grave ed irreparabile *ex art. 700 c.p.c.* il giudice<sup>(38)</sup> respingeva il ricorso, decidendo che, a fronte della dichiarazione di operatore qualificato

(34) Tribunale di Milano, 21 febbraio 1995 e Tribunale di Torino 27 gennaio 2000.

(35) Tribunale di Milano, 25 novembre 2005 e 7 settembre 2005 e 2 aprile 2004. Nell'ultima il Tribunale sentenza: "Sul punto può sottacersi l'indubbio limite di una siffatta disposizione normativa nella parte in cui affida ad una dichiarazione autoreferenziale la individuazione di un "operatore qualificato", soprattutto ove si consideri che da tale qualificazione discendono conseguenze rilevanti sul piano delle norme di protezione dell'investitore; nondimeno non appare ragionevole ipotizzare che l'accertamento in concreto di un requisito dai così incerti confini (essere la controparte contrattuale "in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari") debba essere rimesso alla Banca piuttosto che al prudente apprezzamento del legale rappresentante della società". Analogamente Tribunale di Rimini 25 marzo 2005.

(36) Tribunale di Milano, 6 aprile 2005.

(37) Tribunale di Mantova, 9 giugno 2005.

(38) Vedi tribunale di Mantova, 12 luglio 2004 e tribunale di Ascoli Piceno ordinanza collegiale del 14 ottobre 2004.

non è ravvisabile il "fumus" dell'antigiuridicità e che le perdite addebitate in conto non erano tali da lasciar presupporre l'irreparabilità del danno. Inoltre "l'asserita (e documentata) onerosità non dipende né dall'impianto generale del contratto né dalla presenza di una qualche clausola particolarmente penalizzante, ma da un fattore esterno quale l'andamento dei tassi di interesse, di segno opposto, che al momento della stipula non poteva essere previsto neppure dalla Banca".

In qualche caso si è dato ragione al ricorrente; quando non è espressamente prevista, per iscritto, nel contratto quadro (*Master Agreement*), la possibilità di disporre ordini su strumenti finanziari anche oralmente per telefono; in questo caso gli ordini devono essere registrati e quindi devono essere assunti con una forma documentale almeno ai fini probatori<sup>(39)</sup> (ecco perché si usa il fax). Altre volte la Cassazione ha ritenuto che le parti, comportandosi in modo difforme da quanto stabilito contrattualmente, abbiano inteso tacitamente, ma sempre di comune accordo, di derogarlo anche con comportamenti concludenti incompatibili con la volontà di mantenere in vita il vincolo di forma scritta<sup>(40)</sup>. Tuttavia quando la banca ha di fronte degli sprovveduti, come nel caso discusso dal Tribunale di Mantova del 12 novembre 2004, i quali, da pensionati ultrasettantenni, si dichiarano operatori qualificati, rifiutandosi quindi di fornire le informazioni di tutela ex art. 28, comma 1, lett. a) regolamento Consob n. 11522 del 1998<sup>(41)</sup>, essa deve procedere comunque a valutare l'adeguatezza dell'operazione sulla base delle informazioni in suo possesso, come ad esempio il rating e la rischiosità dell'operazione (si trattava di collocamento di obbligazioni argentine).

(39) Tribunale di Milano, 7 ottobre 2004.

(40) Vedasi le pronunce Cass. n. 12344/2003; n. 13277/2000; n. 100/1991; n. 499/1998; n. 5839/1982 citate da "Il Sole 24 Ore" del 22 aprile 2006.

(41) Art. 28 - Informazioni tra gli intermediari e gli investitori:

1. Prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono:

a) chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo articolo 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore;

b) consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui all'Allegato n. 3.

2. Gli intermediari autorizzati non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento.



Altro beneficio concesso all'investitore non professionale, non qualificato, è previsto all'art. 30 comma 6 del t.u.f. (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), secondo il quale i contratti firmati fuori sede sospendono l'efficacia per una durata di sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione dell'investitore<sup>(42)</sup>. Lo stesso non può dirsi per operazioni di negoziazione di titoli, il che renderebbe praticamente impossibile operare in borsa.

Se le dimensioni del fenomeno sono così vaste come si afferma, nel privato quanto nel pubblico, le pronunce qui riportate rappresenteranno ben presto solo l'inizio di un diluvio giurisprudenziale. Anche da un punto di vista contabile, l'illecito è stato oramai tipizzato, e nessuno potrà ora invocare la mancata antigiridicità. Uno dei settori scoperti, si è detto, ove mancava un chiaro parametro normativo di riferimento, e privo di pronunce della magistratura contabile, è quello dell'utilizzo di strumenti finanziari derivati, fino all'emanazione del decreto 389/2003 (pubblicato il 4 febbraio 2004). Tuttavia un principio di sana e corretta gestione della spesa pubblica, da sempre presente, è la finalizzazione e la funzionalizzazione alla cura di un pubblico interesse di cui è detentrica l'amministrazione<sup>(43)</sup>. Non dimentichiamo che nel caso in cui si ricorra all'indebitamento per finanziare spese diverse da quelle d'investimento, l'art. 30, comma 15 della l. 289/2002 ha previsto la nullità dei contratti e la condanna alla sanzione pecuniaria pari ad un minimo di cinque volte ad un massimo di venti volte l'indennità di carica percepita al momento della violazione. Qui vi è una sanzione espressa, tipizzata, assimilabile al caso in cui, ad esempio, si utilizzi in modo spregiudicato l'*upfront* concesso a fronte di una operazione di IRS<sup>(44)</sup>.

Viceversa ci sarà una condanna risarcitoria, nel caso di dolo o colpa grave dimostrato che abbia generato, a causa di una condotta antigiridica,

(42) Alcune banche, per così dire *ad adiuvandum*, oltre a farsi firmare la dichiarazione di operatore qualificato fanno passare almeno sette giorni dalla firma del Master Agreement all'effettuazione dell'operazione vera e propria di vendita del derivato.

(43) Vedi A. CRISMANI, *Illeciti contabili tipici ed ipotesi sintomatiche di danno erariale*, comunicazione al 31° Convegno di studi amministrativi di Villa Monastero, Varenna, settembre 2005.

(44) L'antigiridicità in questo caso affonda le radici normative addirittura nella Costituzione, art. 117, terzo comma, che ha attribuito alla potestà legislativa concorrente dello Stato e delle regioni l'armonizzazione dei bilanci pubblici e il coordinamento della finanza pubblica e del sistema tributario, oltre al già citato art. 119 sesto comma. La l. 131/2003 all'art. 7 attribuisce alla Corte dei conti la verifica del rispetto degli equilibri di bilancio degli enti locali in relazione al patto di stabilità interno ed ai vincoli derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione Europea ed infine alla l. n. 20/1994 secondo cui la Corte dei conti esercita attività di vigilanza e di controllo di tipo collaborativi al fine di verificare anche la sana gestione finanziaria degli enti locali.

un danno erariale. Se ci si riferisce agli effetti di un contratto in derivati firmato prima del 4 febbraio 2004 (vigenza del decreto 389/2003), questa anti-giuridicità è di più difficile dimostrazione. Anche se l'indagine della Corte dei conti ha dimostrato casi lampanti di danno (45).

Certo, si dirà: "All'epoca chi poteva mai immaginarlo?". Si stava però utilizzando uno strumento di copertura per fare cassa. Si voleva abbassare il costo dell'indebitamento e lo si trasformava da fisso a variabile, allungandone la durata. Nessuno ha enfatizzato il fatto che, prima o poi, i tassi sarebbero nuovamente aumentati. Che il "corridoio" (*collar*) era troppo stretto. Che, al solito, si finiva per scaricare in avanti impegni e perdite, invece di sopportarle al momento in cui si stavano manifestando. Tutto ciò, come si è visto, issando bandiera bianca alle banche, dichiarando qualsiasi cosa, firmando ad occhi chiusi, stipulando contratti scritti in lingua inglese ove è riportato che in caso di controversia il foro competente è quello di New York.

Sarà quindi conveniente e prudente stabilire a priori che *mai* occorre dichiararsi operatore qualificato, a maggior ragione se non si posseggono i requisiti. Pur possedendoli, tutt'al più converrebbe disapplicare, di volta in volta e sui singoli contratti, solo quei punti che non interessano e non modificano (svilendolo) il rapporto informativo tra la banca e l'investitore. Nel caso di operazioni in derivati si obblighi anzi la banca a fornire le più ampie informazioni di cui è in possesso, anche sulle proiezioni degli andamenti di mercato. E se poi la nostra controparte può operare solo con operatori qualificati, vorrà dire che al massimo si dovrà scegliere una nuova controparte per fare il contratto. In ogni caso, la cautela non è mai troppa.

(45) La maggior parte dei contratti ante 2003 corrisponde alla tipologia dell'IRS con barriera a favore dell'istituto di credito (vendita di cap), spesso "scalettata" su periodicità di brevissimo periodo e con vantaggio finanziario sufficientemente sicuro solo per i primi anni di validità contrattuale. Le soglie variano in modo considerevole secondo gli istituti di credito. In genere, con riferimento al 2007-2008, si riscontrano tetti del 5,5% e del 5,8%. Non mancano casi con soglie 4,6% o addirittura 3,9% e data fixing a partire da giugno 2005. Qualora il valore dell'Euribor o del Libor a sei mesi o tre mesi eguagli o superi la soglia, l'ente è tenuto a pagare il tasso Euribor o Libor più lo *spread* pattuito. Ulteriore profilo di rischio si lega al valore elevato dello *spread*, quasi mai sotto il 2,2%, ma che sale in qualche caso sino al 3,5% o addirittura al 4,85%, oltre cioè la differenza fra il costo originario del debito e il tasso *swap* di durata pari alla vita residua del debito. Vedi Corte dei conti, sez. un. di controllo, deliberazione n. 10/2004.

### 6. I principi contabili internazionali - Lo IAS 39

Nelle aziende private italiane, anche non quotate, per la prima volta i derivati devono essere iscritti nella "nota integrativa" al bilancio chiuso al 31 dicembre 2005, ai sensi dell'art. 2427-bis del codice civile (46).

Lo IAS 39 definisce un derivato come uno strumento finanziario che presenta tutte e tre le seguenti caratteristiche:

- 1) il suo valore si modifica al variare dei tassi d'interesse, dei prezzi di altri strumenti finanziari o beni, dei tassi di cambio, di rating ecc.;
- 2) non richiede investimenti iniziali o li richiede per un ammontare molto inferiore rispetto a quello che sarebbe necessario per altri tipi di contratto di strumenti in grado di riprodurre i medesimi risultati;
- 3) è regolato a una data futura.

I derivati possono essere suddivisi in:

- a) derivati finanziari, quali i contratti a termine (*forward e futures*), dalle opzioni (*call - se di acquisto o put - se di vendita*) di attività finanziarie o merci ad un prezzo prefissato ad una certa data, e dagli *swap*;
- b) derivati creditizi, i quali trasferiscono il rischio creditizio per una determinata attività dal soggetto che acquista protezione a quello che la vende. Tra questi troviamo i *credit default swap*, con il quale si trasferisce il rischio di bancarotta e gli *IRS*, di cui già si è detto in precedenza.

Per quanto riguarda i criteri di determinazione del *fair value* (valore equo), il rimando ai principi contabili internazionali lo definiscono il valore di scambio tra due controparti in assenza di un automatico riferimento al valore di mercato. Per i derivati il valore di mercato definito *mark to market* tiene conto di una serie di parametri quali i tassi *swap*, la volatilità delle opzioni, gli *spread* creditizi e quindi determina il valore attuale dei flussi sui tassi. Il modello valutativo deve incorporare tutti i fattori di rischio insiti nello strumento (rischio di mercato, di cambio, di credito, di liquidità,

(46) L'art. 2427-bis del codice civile, introdotto dal d.lgs. 30 dicembre 2003, n. 394, che ha parzialmente recepito la Direttiva 2001/65/Ce sulla Riforma del diritto societario, fa riferimento all'iscrizione nella nota integrativa al bilancio d'esercizio dei derivati al loro *fair value*. Per tali definizioni e tecniche di calcolo fa esplicito riferimento ai principi contabili riconosciuti in ambito internazionale, come gli IAS - *International Accounting Standard*. In campo pubblicistico si stanno definendo i principi noti come IPSASB, mentre a livello europeo si è già concordato che gli IPSAS (*International Public Sector Accounting Standard*), rivolti alle amministrazioni pubbliche e predisposti da un comitato permanente (IFAC) dell'*International Federation of Accountants*, (principi fondati esclusivamente sulla competenza economica e molto simili agli IAS), dovranno essere adottati dagli Stati dell'Unione Europea.

ecc.) ed utilizzare parametri di mercato (curve dei tassi di interesse o di cambio, ecc.).

Le finalità che questi principi intendono raggiungere riguardano la maggiore chiarezza informativa sull'impatto che i prodotti finanziari derivati hanno sul risultato economico dell'azienda e sugli equilibri patrimoniali-finanziari. In particolare attendono all'esposizione al rischio connesso al possesso di tali strumenti, descrivendone finalità, politiche e processi assunti dal management per la gestione dei rischi.

*Tutti i diritti o gli obblighi contrattuali derivanti da strumenti finanziari derivati sono contabilizzati nello stato patrimoniale come attività o passività* (47). Gli utili o le perdite sui derivati sono contabilizzati nel conto economico a meno che abbiano le caratteristiche per la contabilizzazione come strumento di copertura (l'unico utilizzabile dagli enti locali). In questo caso gli utili e le perdite possono essere differiti nel patrimonio netto, ascrivendoli ad opportuni fondi.

Anche l'ente locale ha l'esigenza, se non l'obbligo, di chiarezza e di veridicità dei propri bilanci (48). Inoltre con l'adozione dei principi contabili internazionali IAS - IFRS si è riusciti ad ottenere un'unificazione delle regole contabili che non è stata ancora realizzata in Italia nei conti degli enti locali (49). Secondo Padoa-Schioppa *"In Italia è difficile calcolare la spesa pubblica del centro e della periferia ed è impossibile l'aggregazione dei dati di comuni e regioni per via di regole contabili troppo dissimili"*. Se a ciò aggiungiamo i pericoli, più o meno evidenti, di manovre fuori bilancio effettuate mediante l'utilizzo di strumenti finanziari derivati, ci rendiamo conto come sia necessario un rapido intervento legislativo in modo da riformare i principi contabili degli enti locali, aggiornandoli alle nuove operazioni realizzate.

Occorre di nuovo affilare le matite.

(47) Vedi PricewaterhouseCoopers, *Principi contabili internazionali*, guida 2006.

(48) Art. 162, comma 5 del t.u.e.l. d.lgs. 267/2000 - Principio di veridicità del bilancio.

(49) Chi scrive plaude alle parole riportate da un articolo del "Sole 24 Ore" del 10 maggio 2006 ed attribuite al neo Ministro per l'economia prof. Tommaso Padoa-Schioppa. L'articolo mi fu segnalato dal dott. Stefano Daccò, già Direttore centrale per la finanza locale del Ministero dell'interno.

## ALLEGATO 1

Schema di delibera - tipo <sup>(50)</sup>

La giunta comunale

**Adotta la relazione allegata che costituisce parte integrante del presente provvedimento;**

**Adopta i pareri, ai sensi dell'art. 49 del d.lgs. 18 agosto 2000 n. 267, del dirigente del servizio interessato e del dirigente della ragioneria, come da relazione allegata;**

**Adotta la relazione allegata che costituisce parte integrante e sostanziale del presente provvedimento,**

**Adotta la proposta congiunta di ristrutturazione del debito di ... Banca ... Banca ... pervenuta in data ... 12.2004;**

**Visto il parere espresso dal Collegio dei revisori dei Conti in data ... 12.2004;**

**Visto che ai sensi dell'art. 5, comma 2, lett. d) del d.lgs. n. 157/1995 "Attuazione della direttiva 92/50/Cee in materia di Appalti Pubblici di Servizi", così come modificato dal d.lgs. n. 65/2000, i contratti per servizi finanziari relativi all'emissione, all'acquisto, alla vendita ed al trasferimento di strumenti finanziari non rientrano nell'ambito dell'applicazione del decreto n. 285 del 1998 e pertanto l'Amministrazione non è tenuta a porre in essere le procedure di gara ivi previste per il perfezionamento delle operazioni in oggetto;**

**Visto l'art. 41 della legge n. 448 del 28.12.2001;**

**Visto il decreto del Ministero dell'economia e delle finanze di concerto con il Ministero dell'interno n. 389 del 1° dicembre 2003.**

**Con votazione unanime, espressa nelle forme di legge.**

Delibera

Sulla base della puntuale istruttoria degli uffici competenti

**Di autorizzare il Direttore dell'area finanziaria a porre in essere tutti gli atti ed adempimenti o prescrizioni tecnico-procedurali necessari al perfezionamento dell'operazione di *swap* descritta nell'allegata proposta di operazione ed esattamente:**

<sup>(50)</sup> Lo schema di delibera qui riportato è tratto da un caso reale.

due identiche operazioni di *swap* di euro 24.000.000, che coprono un totale di euro 49.000.000,00 pari all'importo del bond emesso in data 29.11.2004, effettuate da ... Banca ... e ... Banca ...;

un'operazione di *swap* di euro 12.000.000,00 conclusa con Banca...;

un'operazione di *swap* di 11.700.000,00 conclusa con Banca ...;

2) di autorizzare il Direttore dell'area finanziaria a modificare successivamente le operazioni di cui al punto 1) e/o a risolvere anticipatamente le stesse qualora si realizzassero condizioni economiche e finanziarie di mercato favorevoli e, comunque, tali da suggerire la loro modifica o estinzione in virtù anche di quelle che saranno le indicazioni a supporto fornite dalle banche advisor;

3) di autorizzare il Direttore dell'area finanziaria a risolvere anticipatamente l'operazione attualmente in essere con ... Banca ..., avente come sottostante parte delle passività rifinanziate mediante l'emissione obbligazionaria;

4) di autorizzare il Direttore dell'area finanziaria a sottoscrivere:

a) l'accordo normativo (l'"Accordo")/Contratto necessario a regolamentare l'Operazione ed ogni eventuale futura operazione;

b) la conferma di contratto o "confirmation" dell'operazione necessaria per la conclusione dell'operazione;

c) **la dichiarazione di "operatore qualificato", di cui all'art. 31, comma 2 del regolamento Consob approvato con delibera n. 11522 del 1°luglio 1998 e successive modifiche ed integrazioni, emanato in attuazione del d.lgs. 58/1998. La sottoscrizione di tale dichiarazione comporta l'applicazione ai rapporti tra ... Banca ... e il comune delle previsioni normative concernenti gli "operatori qualificati", così come previsto dall'art. 31 del citato Regolamento Consob n. 11522/1998 e successive modifiche ed integrazioni;**

5) di prendere atto che l'eventuale cambiamento delle condizioni di mercato rispetto a quanto indicato nella proposta di operazione, ma comunque rispondenti alle esigenze dell'ente, potrebbero comportare una ridefinizione o rielaborazione della proposta stessa;

6) **di incaricare il Settore ragioneria generale ad accantonare, conformemente a quanto disposto dal punto ... della delibera di consiglio n. ... del ... 11.2004, per il prossimo esercizio finanziario e per quelli**

una quota pari al 10% del valore dello *swap* annuale, quale  
di copertura rischi;

trasmettere copia della presente delibera a ... Banca ... e ... Banca  
l'attivazione delle procedure necessarie a dare attuazione all'ope-  
stessa;

dichiarare, attesa l'urgenza, la presente deliberazione immedia-  
e eseguibile ai sensi dell'art. 134, comma 4 del d.lgs. n. 267 del 18  
2000.

la Giunta comunale

in separata votazione e con voto unanime palesemente espresso, di-  
la presente immediatamente eseguibile.

## COMUNE DI NOCERA SUPERIORE

Ai sensi dell'art. 6 della legge 25 febbraio 1987, n. 67, si pubblicano i seguenti dati relativi al BILANCIO PREVENTIVO 2006 e al CONTO CONSUNTIVO 2004. 1) Le notizie relative alle entrate e alle spese sono le seguenti:

## ENTRATE

Denominazione	Previsioni di competenza da bilancio Anno 2006	Accertamenti da conto consuntivo anno 2004
Avanzo di amministrazione	1.718.084,00	
Tributarie	7.286.025,00	7.347.647,88
Contributi e trasferimenti	3.769.583,00	3.734.947,45
(di cui dallo Stato)	3.401.36,00	3.542.761,15
(di cui dalle Regioni)	368.220,00	121.158,35
Extratributarie	1.122.425,00	2.452.004,03
(di cui per proventi servizi pubblici)	759.500,00	2.161.745,01
<b>Totale entrate di parte corrente</b>	<b>12.754.033,00</b>	<b>13.534.599,36</b>
Alienazione di beni e trasferimenti	1.488.641,00	2.500.339,57
(di cui dallo Stato)	1.453.641,00	1.422.115,84
(di cui dalle Regioni)	0	84.000,00
Assunzioni e prestiti	2.245.150,00	1.502.688,00
(di cui per anticipazioni di tesoreria)	0	0
<b>Totale entrate conto capitale</b>	<b>3.723.791,00</b>	<b>4.003.027,57</b>
Partite di giro	3.350.000,00	1.840.172,69
<b>Totale</b>	<b>3.350.000,00</b>	<b>1.840.172,69</b>
Disavanzo di gestione	0	0
<b>TOTALE GENERALE</b>	<b>21.555.908,00</b>	<b>19.377.779,62</b>

## SPESE

Denominazione	Previsioni di competenza da bilancio Anno 2006	Impegni da conto consuntivo anno 2004
Disavanzo di amministrazione		
Correnti	12.054.238,00	12.054.238,00
Rimborsi quote capitale per mutui in ammortamento	260.000,00	260.000,00
<b>Totale spese di parte corrente</b>	<b>12.314.238,00</b>	<b>12.314.238,00</b>
Spese di investimento	5.891.670,00	6.200.000,00
<b>Totale spese conto capitale</b>	<b>5.891.670,00</b>	<b>6.200.000,00</b>
Rimborso anticipazioni di tesoreria e altri	0	0
Partite di giro	3.350.000,00	3.350.000,00
<b>Totale</b>	<b>3.350.000,00</b>	<b>3.350.000,00</b>
Avanzo di gestione	0	0
<b>TOTALE GENERALE</b>	<b>21.555.908,00</b>	<b>20.724.238,00</b>

2) La classificazione delle principali spese correnti ed in conto capitale, desunte dal consuntivo, secondo l'analisi economico -funzionale è la seguente:

	Amm.ne generale	Istruzione e cultura	Abitazioni	Attività sociali	Trasporti	Attività Economica	Totale
Personale	2.119.853,57	139.485,20		420.988,00	274.975,00	90.484,00	3.045.785,77
Acquisto di beni e servizi	937.414,23	412.434,06		452.587,00	217.499,87	3.205,32	2.022.139,48
Investimenti effettuati direttamente dall'amministrazione	675.613,00	265.980,99		101.000,00	708.647,40	91.787,88	1.743.029,27
Investimenti indiretti		287.699,00					287.699,00
<b>TOTALE</b>	<b>3.732.880,80</b>	<b>1.105.609,25</b>		<b>974.575,00</b>	<b>1.201.122,27</b>	<b>185.477,20</b>	<b>7.096.664,52</b>

3) La risultanza finale a tutto il 31 dicembre 2004 desunta dal consuntivo:

Avanzo di amministrazione dal conto consuntivo dell'anno 2004	€ 6.270.137,80
Residui passivi perenti esistenti alla data di chiusura del conto consuntivo dell'anno 2004	€
Avanzo di amministrazione disponibile al 31 dicembre 2004	€ 6.270.137,80
Ammontare dei debiti fuori bilancio comunque esistenti e risultanti dalla elencazione allegata al conto consuntivo dell'anno 2004	€

4) Le principali entrate e spese per abitante desunte dal consuntivo sono le seguenti: (in migliaia di Euro)

Entrate correnti	€ 565,50	Spese correnti	€ 517,62
Tributarie	€ 307,00	Personale	€ 219,20
Contributi e trasferimenti	€ 156,06	Acquisti beni e servizi	€ 182,11
Altre entrate correnti	€ 102,45	Altre spese correnti	€ 116,30

LA RESPONSABILE DEL SETTORE  
PROGRAMMAZIONE ECONOMICA  
*dott.ssa Marina Fronda*

IL SINDACO  
*dott. GAETANO MONTALBANO*



## Indagine sull'uso degli strumenti derivati: i referti della Corte dei Conti

di Gianluigi Marotta

Dottoressa di ricerca in Contabilità pubblica - Dirigente entrate e finanza della Provincia di Napoli

**L'utilizzo degli strumenti di finanza innovativa, in particolare dei derivati OTC, da parte degli enti locali è stato posto sotto osservazione dalla Corte dei Conti. Nell'articolo l'autore dà contezza del risultato dell'indagine, sottolineando le criticità emerse.**

Recentemente è stato chiesto agli enti locali, dalla Corte dei Conti, di fornire il dato relativo all'importo dei contratti di swap stipulati a tutto il 31.12.2003 (1).

Rispetto alla platea degli enti con più di 8.000 abitanti (100 province e 1395 comuni secondo i dati Istat del censimento 2001), hanno fornito dati qualitativamente congrui ed utili ai fini dell'indagine della Corte ben 88 province e 1.099 comuni.

Se si analizza il debito di finanziamento nelle varie voci contabili che lo compone, emerge la conferma in merito al recente fenomeno di ristrutturazione delle passività nell'universo degli enti locali ed al recente successo dei prestiti obbligazionari.

Nell'ambito delle amministrazioni provinciali, ad esempio, nel biennio 2002-2003, la dinamica della composizione del debito evidenzia il maggior peso assunto in percentuale dai Bop (che passano dal 10,62% del 2002 al 14,47% del 2003), rispetto a mutui e prestiti (che scendono dall'85,78% all'82,55%) ed alle altre forme residuali di indebitamento (parimenti in calo).

(1) Vedi Corte dei Conti, sezioni unite di controllo, deliberazione n. 10/2004.

Principalmente alle amministrazioni provinciali che hanno segnalato di stipulato contratti di swap (37 enti rispetto a 88 esaminate), il capitale totale sottostante è pari a 1.627.827.000,00 di euro.

Per quanto concerne i comuni, nei 305 enti (rispetto ai 1.099 del campione esaminati che hanno dichiarato di aver sottoscritto contratti derivati, il totale nozionale totale è pari a 13.451.787.000,00 di euro (2).

Le analisi della Corte dei Conti sono state individuate le seguenti operazioni in derivati: swap di tasso di interesse (IRS), acquisto di forward rate agreement, acquisto di cap o collar, mentre resta obbligatoria la copertura in cambio di cambio mediante cross currency swap (3).

I dati raccolti tramite l'istruttoria, ma specie l'acquisizione di tutti i contratti di swap riferiti agli enti del campione, hanno consentito la ricostruzione del fenomeno in termini quantitativi e qualitativi.

Le prime operazioni sui derivati si riscontrano già nell'anno 2000. Si tratta di cinque operazioni riferibili ai Comuni di Alessandria, Settimo Torinese, Castel Goffredo (4), Alassio e La Spezia per un totale pari a 93,9 milioni di euro (5).

L'ammontare totale dei premi di liquidità erogati a fine 2003 è pari a 17,8

(2) La Corte dei Conti, sezione di controllo della Regione Basilicata, ha inviato ai comuni del proprio territorio un questionario per raccogliere i dati riepilogati nel referto. Il questionario conteneva domande del tipo:

1. Nel 2002 e, possibilmente, nel 2003, in quale percentuale si sono rapportati i mutui contratti con la cassa depositi e prestiti e con l'istituto di credito sportivo e quelli contratti con altri Istituti, rispetto al totale dell'indebitamento?

2. Sono stati emessi, nel 2002 e nel 2003, Bop?

3. Sono state effettuate nel biennio 2002-2003 operazioni di rinegoiazione del debito?

4. Sono stati stipulati nell'ultimo biennio (2002-2003) contratti di swap? In caso di risposta affermativa, di che tipo?

5. Sono state compiute, nel biennio 2002-2003, operazioni di cartolarizzazione o cessione del credito? Sul punto vedi anche Marotta G., *La responsabilità amministrativa contabile nell'uso degli strumenti di finanza innovativa: i derivati*, n. 10, ottobre 2005.

(3) Castel Goffredo è un comune della Provincia di Mantova, balzato agli onori della cronaca sia per essere stato tra i primi a sottoscrivere un derivato, sia perché, recentemente lo si è appreso, il contratto sottoscritto è da sempre in perdita. Il comune infatti aveva pensato bene di stipulare un contratto come copertura contro il rialzo dei tassi. La continua discesa degli stessi in questi anni ha comportato continui versamenti finanziari al comune, anche in considerazione del fatto che alla stipula lo stesso aveva ricevuto un "prestanziato" upfront. La notizia è riportata da Bufacchi I., *Comune stragato dallo swap*, in "Il Sole 24 Ore" del 6 febbraio 2005, pag. 4.

(5) Gli enti che espongono un più elevato capitale "swappato" sono: Pisa (102,7 mln), Civitavecchia (94,6 mln), Alessandria (79,7 mln), l'amministrazione provinciale di Chieti (63,7 mln), l'amministrazione provinciale di Udine (59,0 mln), Lecce (49,2 mln), Cerignola (46,9 mln), Cosenza (48,6 mln).

Oltre un terzo dei contratti prevede l'erogazione di un premio di liquidità (upfront), con importi assai elevati per Cerignola (2,8 mln), Lamezia Terme (2,5 mln), Lecce (1,8 mln), Civitavecchia, Vasto (1,4 mln). Fonte: Corte dei Conti, *op. cit.*

milioni di euro, la quasi totalità dei quali allocati dagli enti nella provincia di Ancona (Tit. III). Uniche eccezioni, la provincia di Ancona e il Comune di Montorio al Vomano (6).

Il premio di liquidità si risolve in un anticipato versamento di fondi che sconta l'attualizzazione sui relativi tassi contrattuali a carico della controparte, oppure si ripercuote sullo *spread*. Sostanzialmente, seppure incorporata in uno *swap*, si tratta di un'operazione analoga alla contrazione di un mutuo, laddove la sua concessione comporta un tasso o uno *spread* che attualizza il premio corrisposto in via anticipata dalla Banca all'ente.

Nella specie ricorre, perciò, una di quelle "forme di ricorso al mercato finanziario" previste dall'art. 199, lett. g), del t.u.e.l. 267/2000 a sostegno degli investimenti, la quale richiede il rispetto delle medesime condizioni e vincoli stabiliti per ogni forma di ricorso all'indebitamento. Da escludere, perciò, a parere della Corte dei Conti, la sua destinazione alla spesa corrente (7).

Una linea di azione seguita dagli enti locali è stata quella di gestire al meglio le proprie passività per alleggerirne il costo, con finalità peraltro diverse da ente a ente. A volte lo scopo è stato di realizzare risparmi di spesa, in linea con i maggiori vincoli del patto di stabilità; ma frequente, nella ristrutturazione del debito, vi è stato anche l'obiettivo di ampliare la propria capacità di finanziamento, a sostegno dei livelli di erogazione dei servizi o per altri interventi di spesa, sostenuta dalla consistente riduzione dei tassi (8). La maggior parte dei contratti ante 2003 corrisponde alla tipologia dell'IRS con barriera a favore dell'istituto di credito, spesso "scalettata" su periodicità di brevissimo periodo e con vantaggio finanziario sufficientemente sicuro solo per i primi anni di validità contrattuale. Le soglie variano in modo considerevole secondo gli istituti di credito. In genere, con riferimento al 2007-2008, si riscontrano tetti del

(6) Sul fenomeno dell'*upfront* o premio di liquidità, la Corte rileva che la misura percentuale, trattandosi di contratti precedenti al decreto 389/2003, è in genere superiore all'1% del nominale. Le percentuali si collocano, in qualche caso intorno al 3,5%-3,9%-4,5% (Rosolini, Castiglione delle Stiviere, Cosenza, Civitavecchia, Lecce, Lamezia Terme), ma arrivano anche al 5,9% (Cerignola) e al 9,8% (Orvieto).

(7) La posizione è ormai pacifica in dottrina. Si confronti anche la circolare cassa depositi e prestiti emanata a seguito del decreto del Ministero economia e finanze del 20 giugno 2003, sulla possibilità di ristrutturare i mutui con debito residuo superiore a 100 mila euro e tasso medio superiore al 6%.

(8) L'evoluzione dell'Euribor ha segnato valori che, a partire da fine 2000, passano dal 5,3% al 2,06% dell'aprile 2004.

del 5,8%. Non mancano casi con soglie 4,6% o addirittura 3,9% e *upfront* a partire da giugno 2005. Qualora il valore dell'Euribor o del *swap* nei mesi o tre mesi eguagli o superi la soglia, l'ente è tenuto a pagare il tasso Euribor o Libor più lo *spread* pattuito. Ora, se è vero che, a partire da fine anno 2000, l'andamento dell'Euribor ha segnato valori pressivamente decrescenti, nondimeno l'evoluzione degli ultimi anni garantisce sicure previsioni sugli andamenti futuri, anche se l'introduzione della moneta unica depone per un consistente margine di stabilità nei mercati finanziari.

Interessante notare che dalle delibere autorizzative si desume che il margine di cautela è stato di solito assunto con riferimento ad ipotesi di rischio fondate sull'andamento della curva *forward* dei tassi, costruita sulla base dei tassi IRS attualizzati tramite il tasso di sconto (9). Tuttavia tale curva è solo una proiezione della curva di interessi a pronti e ne rispecchia l'equilibrio attualizzato, incorporandovi i fattori di sconto. Ciò significa che le determinazioni assunte dagli enti e fondate sull'andamento della curva *forward* in realtà sono poco realistiche, in termini previsionali, anche se resta comunque evidente che, tanto più le soglie fissate sono distanti dalla curva *forward*, altrettanto cresce il margine di garanzia; il quale resta in ogni caso legato ad una scommessa su un andamento futuro assai poco prevedibile, specie allorché la scadenza del contratto sia fissata al 2020-2021 e le soglie definite su una molteplicità di scadenze di breve periodo.

Ulteriore profilo di rischio si lega al valore elevato dello *spread*, quasi mai sotto il 2,2%, ma che sale in qualche caso sino al 3,5% o addirittura al 4,85%, oltre cioè la differenza fra il costo originario del debito e il tasso *swap* di durata pari alla vita residua del debito (10). I contratti più recenti sembrano allinearsi alla tipologia dell'IRS a doppia barriera, con acquisto cioè di *cap* e vendita *floor*; ma, anche in questi casi, non sempre le soglie

(9) Le informazioni sui parametri IRS per la costruzione del tasso Euribor a pronti e a termine sono fornite in tempo reale da agenzie specializzate (Reuters, Bloomberg e altre). L'IRS, a sua volta, attualizzato sulla base del tasso di sconto, consente di determinare la curva *forward* che viene generalmente posta a base della determinazione del valore dei prodotti finanziari a termine. Il confronto tra tale curva e l'andamento in serie storica dell'Euribor o del Libor mette in chiaro la divaricazione esistente a causa dell'andamento assistematico di quest'ultima.

(10) Il comune titolare di questo non invidiabile primato è Busto Arsizio. Fonte: Corte dei Conti, *op. cit.*

offrono sicura protezione all'ente<sup>(11)</sup>. Al riguardo va pure notato che una fase di mercato quale quella attuale, ove le previsioni sull'andamento dei tassi sono molto incerte, anche se le operazioni corrispondenti alla tipologia *collar* possono rappresentare una risposta plausibile, tuttavia non resta affidato alla definizione delle soglie, nonché al valore assegnato allo *spread*. L'indagine della Corte richiama l'attenzione anche sulla dichiarazione, sempre ricorrente da parte dei responsabili finanziari degli enti, di essere "operatori qualificati" ai sensi dell'art. 31 del Regolamento Consob (n. 11522/1998), con esposizione alle conseguenze proprie dei contratti aleatori ed esclusione della possibilità di far valere ogni pur ragionevole dubbio in ordine alla consapevole assunzione di rischio.

Nella situazione attuale in cui versano gli enti locali italiani, che la Corte non esita a definire di "sopravvivenza finanziaria", il ricorso ai nuovi prodotti finanziari, ivi compresa la gestione attiva del debito, è l'esito dei fenomeni attuali e quindi, nei casi in cui rappresenti una scelta necessaria a causa di un insostenibile costo del debito tradizionale, ciò include maggiori rischi.

La Corte auspica un proficuo confronto, soprattutto nell'ambito locale degli enti di minori dimensioni, sull'utilizzo dei derivati, al fine di un esame comparato dei contenuti contrattuali di volta in volta proposti dagli intermediari. A tal fine propone la creazione di una rete informatica per offrire una mappa aggiornata sull'andamento dei contratti in essere nelle varie realtà locali con riferimento alle condizioni offerte<sup>(12)</sup>.

(11) Se l'acquisto del *cap*, nell'*IRS*, rappresenta sempre comunque una forma di protezione contro il rialzo dei tassi, la vendita del *floor* può anche rivelarsi una scelta sbagliata laddove sia fissata a valori troppo bassi, irrealizzabili al normale andamento dei tassi, facendo sì che tutt'al più il tasso resti all'interno del corridoio di oscillazione. È evidente che in questo caso la Banca contraente non assume un rischio significativo nell'operazione.

(12) Il progetto finanzia in Comune della Provincia di Napoli mira alla diffusione di pratiche finanziarie innovative fra i comuni della provincia, con il coordinamento e l'assistenza dell'ufficio Finanza e gestione del debito dell'amministrazione provinciale, con l'obiettivo di superare i problemi commessi ai limiti dimensionali degli enti.

I comuni piccoli, in effetti, dotati di minore potere contrattuale e privi per lo più di competenze specialistiche in materia, potrebbero accedere ai vantaggi di tali strumenti e fruire di supporto nelle scelte sulla base di competenze specialistiche in materia finanziaria, grazie a un rapporto strutturato di collaborazione interistituzionale con la provincia.

Gli enti minori, infatti, si trovano spesso in condizioni di gap informativo nel rapporto con gli intermediari finanziari e tale circostanza, se il rapporto non è consulenziale puro, può determinare un evidente conflitto d'interessi in capo all'intermediario, che è al tempo stesso consulente e controparte delle operazioni finanziarie che suggerisce.

attenzione che ha inteso richiamare la Corte dei Conti sull'utilizzo degli strumenti di finanza derivata è che queste operazioni debbono comunque essere effettuate con cautela. L'azione dell'amministrazione deve essere prontata al rispetto del principio della salvaguardia degli equilibri di bilancio non solo nell'immediato, ma anche, per quanto possibile, per il futuro. In conseguenza, debbono essere valutati gli effetti dell'operazione anche negli esercizi a venire. Inoltre deve essere rispettato anche il principio della certezza delle risorse, a norma dell'art. 149, comma 2 del t.u.e.l., che riconosce agli enti locali "autonomia finanziaria fondata su certezza di risorse proprie e trasferite". Deve, quindi, essere usata massima prudenza ed attenzione, atteso il grado di aleatorietà legato agli andamenti del mercato finanziario, sia nella fase di "costruzione" del contratto, con l'inserimento di clausole che limitino l'esposizione dell'ente agli andamenti negativi del mercato, sia sotto il profilo dell'attesa di flussi finanziari positivi<sup>(13)</sup>.

Anche a seguito di una pressante campagna di stampa, il fenomeno dell'utilizzo dei derivati negli enti locali è ormai messo sotto osservazione dalla Corte dei Conti<sup>(14)</sup>. Dopo la prima analisi fatta nel 2003, i magistrati

La Provincia di Napoli, grazie alle sue dimensioni e alla sua struttura organizzativa sufficientemente articolata, dispone di un ufficio che si occupa esclusivamente di tematiche finanziarie, e, nell'ambito delle funzioni di assistenza tecnico-amministrativa ai comuni previste dal t.u.e.l. (art. 19), può rendere disponibile anche ai comuni minori le competenze e le esperienze professionali maturate al suo interno, onde facilitare l'accesso ai mercati finanziari a condizioni più vantaggiose.

Un secondo obiettivo è quello di pubblicizzare l'iniziativa, offrendo in questa prima fase consulenza gratuita per la soluzione di problemi concreti, cominciando a creare un rapporto di collaborazione propedeutico alla formalizzazione del progetto finanzia in comune in uno schema convenzionale, che alla gestione delle operazioni e dei flussi informativi fra gli enti in ambito tributario.

Gli incontri serviranno a concordare con i comuni la forma giuridica di questa attività da impiantare presumibilmente attraverso una convenzione per la gestione associata dei servizi finanziari. Collateralmente, attraverso l'approfondimento dell'esperienza condotta in Emilia Romagna con la costituzione di un centro servizi per la gestione finanziaria degli enti associati (di cui già si è detto prima), si intende sviluppare una prima versione di convenzione di associazione tra la provincia e i comuni del territorio, per la negoziazione delle condizioni di mutui e prestiti in forma associata, l'emissione di prestiti obbligazionari in forma sindacata e i servizi di valorizzazione del credito.

(13) Cfr. Corte dei Conti, sezione regionale di controllo per l'Abruzzo, Referto sulla gestione finanziaria del Comune dell'Aquila ai sensi dell'art. 7, comma 7, della legge 131/2003, ed in attuazione della deliberazione della Corte dei Conti, sezione regionale di controllo per l'Abruzzo, n. 2 del 13 febbraio 2004 (riferimento: 2002), approvato con deliberazione n. 2 del 13 febbraio 2004.

(14) Cfr. *Derivati, troppo uso nella p.a.*, "Il Sole 24 Ore" del 24.10.2004; *Speculazione esclusa sui fondi comunali*, "Il Sole 24 Ore" del 3.1.2005; *Gli enti locali intrappolati faranno causa*, "Il Sole 24 Ore" del 6.2.2005; *Corte dei Conti indaga sui derivati*, "Il Sole 24 Ore" del 8.2.2005; *Sui derivati ora pesa il rischio*, "Il Sole 24 Ore" del 9.2.2005; *Derivati, dal mercato al tribunale*, "Il Sole 24 Ore" del 26.2.2005; *Corte dei Conti, è allarme derivati*, "Il Sole 24 Ore" del 4.3.2005; *Corte Conti: allarme derivati per le amministrazioni locali*, "Italia Oggi" del 4.3.2005. La gran parte degli articoli pubblicati da "Il Sole 24 Ore" sono a firma di ISABELLA BUFACCHI.

contabili hanno deciso di estendere il monitoraggio anche alle regioni e ad alcuni grandi comuni, tra cui Milano e Roma.

Nella prima audizione dinanzi alla Commissione Programmazione economica e Bilancio del novembre 2004, il presidente della Corte Staderini ha riferito sull'esito della prima azione di monitoraggio, condotta ai sensi dell'art. 41 della l. 448/2001, sul campione dei 100 comuni di cui si è già detto prima <sup>(15)</sup>.

Si è fin qui volutamente ommesso di descrivere il fenomeno, anch'esso attentamente analizzato, dell'utilizzo degli strumenti derivati nelle imprese private. Va però citato che il fenomeno recente delle ristrutturazioni delle posizioni precedentemente aperte è sempre più diffuso anche in questo settore. In sostanza le imprese, specie quelle obbligate all'adozione dei nuovi principi contabili (Ias), che prevedono tra l'altro la registrazione in bilancio delle posizioni aperte sui derivati ricorrono alla chiusura dei contratti e quindi, contestualmente, alla riapertura di una nuova posizione che sia finalizzata a neutralizzare il costo della precedente ed a ristrutturare nuovamente il debito residuo sottostante. In pratica alcune aziende private invece di scontare a costo nel conto economico la valutazione negativa del *mark to market* del prodotto derivato preferiscono chiudere quella posizione; ma anziché liquidarla per cassa, procedono contestualmente, magari con lo stesso operatore finanziario, ad aprirne una nuova, destinando quindi *l'up front* generato per rimborsare la vecchia posizione, ed inserendo in portafoglio un nuovo derivato che attualmente è attivo. Tuttavia non occorre essere un "operatore qualificato" per capire che il grado complessivo di rischio sull'indebitamento dell'azienda si è in questo modo ulteriormente aggravato <sup>(16)</sup>.

(15) Senato della Repubblica, Commissione Programmazione economica e Bilancio, ulteriori elementi per l'"indagine conoscitiva sugli effetti e le tecniche di controllo dei flussi di finanza pubblica in ordine all'andamento del debito, con particolare riferimento alla componente non statale", novembre 2004; ed inoltre Corte dei Conti, sezioni unite di controllo, deliberazione n. 10/2004, *op. cit.*

(16) Fuor di polemica mi sembra di capire che ci troviamo, in questo caso, di fronte a pura speculazione finanziaria. Certo, a differenza che per il settore privato, per gli enti locali queste operazioni sono state finalmente vietate; parimenti ritengo, seppur non esplicitato, che siano vietate le operazioni *mirror*, ossia la sottoscrizione di un contratto uguale e contrario al precedente, finalizzato ad annullarlo. Tra i principi che gli operatori finanziari degli enti locali non dovrebbero mai dimenticare c'è la vecchia citazione latina che dice: "*Timeo Danaos et dona ferentes*".

## I DERIVATI NELLA POLITICA FISCALE: UNA TIME BOMB?

di CHIARA OLDANI (\*)

Docente di Politica Economica, Luiss Guido Carli e ISAE

*Abstract.* Financial innovation emerges on markets to let it possible to exploit (temporary) market inefficiencies, frictions, and rigid regulation as to have more profitable investment opportunities. Derivatives are an important example of innovation and their history can be dated back to the Ancient Mesopotamia. Recently fiscal policy has discovered the power of these financial tools in managing budget constraints over deficit and debt; the devolution process of Italian fiscal sovereignty can exacerbate the need for extra funding, being the adjustment process difficult in the short run. Financial innovation represents a profitable way to manage scarce resources, but its advantages should be balanced with potential risks over future budget years. The banking system, being the provider of professional know-how and the seller of these instruments, is a strategic actor on the scene.

*JEL Classification numbers:* G1, H6, H77.

### Introduzione.

L'innovazione finanziaria rappresenta il processo di evoluzione, crescita e miglioramento dei mercati finanziari; essa nasce con l'istituzione del mercato stesso e per sfruttarne le imperfezioni, generate dalla normativa, nazionale e internazionale, che spesso non riescono a tenere il passo della crescita e delle esigenze degli attori di mercato. I primi derivati sono scambiati già ai tempi dell'antica civiltà mesopotamica, a supporto dell'attività di scambio di beni agricoli e per l'assicurazione verso il rischio di calamità che avrebbero affamato le popolazioni. I primi *future* sul grano erano scambiati al Tempio e i garanti del buon fine dell'operazione erano i rappresentanti religiosi. Nel medioevo la Chiesa Cattolica rappresentava la più grande *Clearing House* d'Europa e promuoveva l'uso del diritto romano per la soluzione delle controversie per gli scambi di beni e di rischi a livello internazionale.

(\*) Ringrazio Paolo Savona per la guida costante nei flutti della scienza economica.

le (1). Non stiamo quindi parlando di “finanza creativa”. La politica fiscale ha, di recente, svolto un ruolo rilevante nel dibattito legato all’uso dell’innovazione finanziaria, che, per complessità e ricadute sugli esercizi futuri, rende necessaria una conoscenza approfondita degli strumenti e dei risvolti che la P.A., soprattutto locale, talvolta non ha, per problemi dimensionali e di capitale umano. Il settore bancario svolge un ruolo chiave nella costruzione della strategia che meglio risponde alle esigenze della P.A. e nel processo di verifica *in itinere* dell’investimento e dei rischi che genera.

*Vantaggi nell’uso dei derivati e loro funzioni.*

Il vantaggio principale dell’introduzione di strumenti finanziari innovativi è quello di colmare i vuoti dei mercati tradizionali, soddisfacendo le esigenze degli operatori, determinando una diminuzione dei costi e delle imperfezioni. In particolare, i vantaggi nell’uso dei derivati rispetto alle attività tradizionali equivalenti (titoli, credito, scambi a pronti) sono riconducibili alla possibilità di costruire qualsiasi profilo di rischio-rendimento desiderato, combinando le scadenze e gli strumenti. La mancanza di standardizzazione delle posizioni, degli operatori, delle commissioni nonché dell’ammontare minimo e massimo compravenduto attrae gli investitori e gli intermediari.

Le funzioni finanziarie dei derivati sono sintetizzabili in tre: *hedging* (copertura), speculazione e arbitraggio (2). L’arbitraggio è la possibilità di comprare un’attività su un mercato e rivenderla istantaneamente su un altro traendo un profitto positivo; l’evoluzione tecnologia degli scambi e delle informazioni rende questa funzione mero esempio di scuola. La speculazione attiene alla possibilità di investire in mercati-strumenti che non hanno attinenza con l’attività caratteristica d’impresa; la speculazione è il vero motore della crescita dei mercati e viene sospinta dall’amore per il rischio. La funzione di copertura (*hedging*) è invece una caratteristica peculiare dei derivati; data la loro struttura di contratti a termine legati ad attività sottostanti, rendono possibile la copertura contro rischi legati a singole variabili. Il periodo 2001-2004, caratterizzato da incertezza sull’andamento dei tassi e dei cambi, ha visto una crescita enorme dei contratti derivati sui tassi (3) a conferma di questa funzione. Nel 2005, a seguito del

(1) MARTHENSEN, 2003 e OLDANI, 2004.

(2) SAVONA, 2004.

(3) BIS, *Quarterly Review*, 2005.

cambio di rotta sui tassi dell'interesse operato dalla *Federal Reserve* americana, i derivati scritti su tasso sono cresciuti meno che nel 2004.

Le funzioni economiche sono invece sintetizzabili in *hedging*-copertura (che coincide con quella finanziaria), sostituzione e *leverage* (leva). La funzione di leva è la capacità dei derivati di amplificare l'esposizione al rischio, attraverso la possibilità di aprire una posizione di dimensione pari a 100 con un investimento molto minore di 100; ciò grazie al sistema dei margini (per i *future*) e dei premi (per le opzioni) nei mercati di borsa (*exchange traded*) e alla quasi totale mancanza dei margini e premi per accedere ai mercati *Over The Counter* (Otc). Proprio per i contratti «fuori dal bancone» è quindi possibile avere una leva potenzialmente infinita. La sostituzione rappresenta la possibilità di sostituire un investimento tradizionale con un equivalente più efficiente in termini di rischio-rendimento utilizzando solo strumenti derivati. Il vice versa non è invece possibile; con i derivati si può replicare qualsiasi strategia di portafoglio, mentre con le attività tradizionali ciò non è sempre possibile. La sostituibilità alimenta la grande liquidità di questi mercati.

Gli investimenti tradizionali sui mercati non possono garantire gli stessi vantaggi; in un periodo come quello dal 2001 al 2004 in cui le borse valori si sono parzialmente riprese ma l'incertezza è stata forte, i tassi di crescita dei mercati derivati sono stati grandissimi, a riprova del vantaggio che gli investitori traggono da questi mercati-strumenti. I derivati Otc sono cresciuti del 12,4% nella seconda metà del 2004, raggiungendo i 248 mila miliardi di dollari.

#### *Principali problematiche sollevate dall'uso dei derivati.*

L'analisi accademica sul fenomeno dei prodotti finanziari derivati ha preso le mosse dall'analisi dell'efficienza dei singoli strumenti finanziari (*future, option, swap, forward*) e delle loro capacità di influenzare i mercati finanziari sottostanti e di contribuire quindi alla loro evoluzione. L'innovazione finanziaria è espressione della ricerca di modi per soddisfare nuove e mutate esigenze; l'innovazione finanziaria è un processo di distruzione creativa dove l'innovazione determina un miglioramento nella condizione di tutti gli attori dei mercati mentre le cattive invenzioni vengono eliminate. I risultati che l'analisi micro-economica, cioè relativa ai singoli strumenti e/o mercati, ha evidenziato testimoniano in gran parte effetti benefici seguenti l'introduzione di questi, soprattutto in Borsa. Tale risultato è però influenzato

dalla scarsa disponibilità di dati sugli scambi Otc (cd. opacità) che rendono quasi impossibile una completa verifica empirica.

Gli agenti economici interessati all'innovazione sono le banche e gli istituti finanziari, che fungono da inventori prima e venditori poi, le imprese, che affrontano mercati in continua evoluzione che generano esigenze diverse, anche dal punto di vista dei rischi non strettamente collegati all'attività aziendale, lo Stato, per la gestione efficiente del debito pubblico e nel nostro Paese anche gli Enti locali, che, a seguito della modifica del titolo V della Costituzione devono gestire entrate ed uscite in conto corrente ed in conto capitale. La gestione fiscale e finanziaria locale viene poi influenzata dai vincoli europei alle spese (cd. Patto di stabilità interno).

L'analisi scientifica macro-economica ha cercato di evidenziare quali siano i potenziali effetti dell'uso di strumenti ad elevato effetto leva e poco standardizzati come i derivati (4); l'analisi degli effetti dell'uso di tali strumenti verrà spiegata nei dettagli di seguito, ma la problematica principale risiede nello scontro logico che esiste tra le loro virtù micro-economiche e il potenziale dirompente a livello sistemico. In particolare, bisogna chiarire se i derivati introducano nuovi rischi nel sistema economico o se semplicemente li spostino; nel primo caso un controllo stringente e cogente sarebbe quanto meno auspicabile, nel secondo caso si tratterebbe invece di individuare i sistemi di incentivazione volti a garantire comportamenti consapevoli, ma non ad introdurre divieti.

Posto che i derivati ri-allocazioni rischi già esistenti e non ne creano di nuovi, data la loro struttura di contratti agganciati ad altre variabili o a probabilità di eventi, non ci sentiamo di propendere per la prima soluzione, che, se accolta, introdurrebbe una notevole quantità di «sabbia negli ingranaggi» spingendo gli operatori a trovare una nuova «via di fuga» per gestire in modo efficiente le risorse e i mercati (5). La seconda posizione è più vicina alla realtà e concilia anche le esigenze di crescita e di libertà d'investimento. A questa va aggiunta però la consapevolezza da parte degli investitori sugli effetti di breve e di lungo periodo delle strategie.

Investitori poco professionali possono essere tentati di sfruttare gli effetti di breve periodo di contratti derivati per colmare deficit improvvisi; questo comportamento va disincentivato con ogni mezzo,

(4) VIOLI, 2000, SAVONA *et al.*, 2000 e OLDANI e SAVONA, 2005.

(5) OLDANI, 2004.



ma non ha un nesso causale con l'innovazione finanziaria, che ne è soltanto uno strumento d'attuazione.

Effetti sulla stabilità finanziaria.

I derivati non sembrano avere effetti negativi sulla stabilità finanziaria, salvo esacerbare gli effetti negativi di una crisi grazie all'effetto leva che li caratterizza. I derivati non hanno avuto, ad esempio, alcun ruolo attivo nella bolla speculativa americana del 1999-2000, nonostante la loro dimensione fosse già notevole sui mercati finanziari internazionali. Inoltre, i (pochi) casi di fallimento di aziende (finanziarie e non) in questi mercati non sono da imputarsi agli strumenti stessi, ma alla loro cattiva gestione. Un uso non consapevole dei derivati, se non talvolta completamente errato, ha dato luogo ai fallimenti del *Long Term Capital Management*, della *Barings* e del *Orange County* (California) nel corso degli anni '90 (6). La maggiore conoscenza degli strumenti e la stretta vigilanza internazionale sulle operazioni in derivati sono garanzia di mantenimento della stabilità. In questa ottica va la recente implementazione nel sistema di rilevazione contabile dell'esposizione (*International Accounting Standards, IAS*). Una maggiore frequenza nella rilevazione dei dati delle transazioni OTC e della natura delle controparti (imprese, intermediari, banche o enti pubblici) è tuttavia auspicabile nel breve termine in quanto permetterebbe di avere una completa visione dell'esposizione del nostro Paese nei confronti degli altri su questi mercati.

*Effetti di politica fiscale.*

Gli effetti dei derivati sulla politica fiscale attengono alle entrate fiscali, alle uscite e alla gestione del debito.

L'innovazione finanziaria modifica le entrate tributarie attraverso il meccanismo dell'elusione; gli strumenti OTC che vengono iscritti nei conti d'ordine hanno dei vantaggi fiscali dovuti alla loro opacità nella rappresentazione contabile. Quando i mercati sono di così rilevante dimensione la potenziale perdita di gettito non è più ignorabile. I derivati, rendendo i mercati più efficienti contribuiscono a diminuire i costi di transazione, ma con essi è possibile individuare un vantaggio fiscale, se si paragona l'investimento con l'equivalente tradizionale o con il sottostante. L'effetto leva dei derivati si esplica anche f

---

(6) Vedi nota 1.

scalmente in quanto investire in questi e non nell'attività corrispondente tradizionale determina per l'investitore un risparmio di commissione che per lo Stato può significare una minore entrata. L'effetto leva dei derivati amplifica la mancata entrata (cd. leva fiscale). L'analisi dei vantaggi fiscali è stata svolta dettagliatamente per il sistema americano.

Grazie ai recenti sviluppi normativi non è più possibile utilizzare i derivati per «fare cassa», cioè per coprire scoperti di bilancio; ciò però sembra essere stato fatto nel recente passato soprattutto dagli enti locali di minore dimensione. Tale pratica è da vietarsi esplicitamente in quanto modifica la struttura finanziaria del settore pubblico e sposta i rischi in modo arbitrario.

I derivati aggiungono un nuovo mercato ai gestori del debito pubblico per soddisfare le esigenze e ottenere un migliore profilo di rischio-rendimento, ma possono introdurre nuovi e più complessi rischi da gestire.

Nel futuro ciò che va curato da parte del legislatore sono i meccanismi di incentivazione all'efficienza nella gestione della cosa pubblica attraverso gli strumenti finanziari, onde evitare fenomeni di *free riding* e per contenere l'azzardo morale dei mercati. La garanzia implicita dello Stato sovrano rispetto al debito della P.A. locale, che garantisce anche operazioni finanziarie innovative, determina una selezione avversa di questi strumenti da parte degli operatori che vengono a contatto con la P.A. Una maggiore informazione dell'esposizione e degli scopi per cui questi strumenti vengono utilizzati è funzionale ad un incremento della solidità e al perseguimento della stabilità finanziaria.

*L'esperienza di Stati sovrani dell'uso dei derivati per la politica fiscale.*

Gli Stati sovrani utilizzano gli strumenti derivati per la gestione del debito pubblico, collocato nel mercato domestico oppure sui mercati esteri. Gli Stati più attivi e che rendono noto al mercato la loro operatività sono gli Stati degli Usa che, nel corso degli anni recenti, hanno ampiamente fatto ricorso ai contratti di swap e alle cartolarizzazioni (*securitisation*) per la gestione del debito (allungarne la durata oppure rimodularne il costo), per la copertura da rischio di rialzo-ribasso dei tassi dell'interesse e per il finanziamento di spese per infrastrutture. Tutte queste operazioni sono state gestite insieme alle banche d'affari e i singoli Stati ne hanno indicato esplicitamente i costi

(in termini di commissioni) ma soprattutto i benefici. I dati relativi sono riportati nella *Tabella 1*.

La cartolarizzazione è stata utilizzata dalla città di Houston (7), insieme allo Stato del Texas, per l'anticipazione di ricavi da imposte. ~~Questa ultima prassi è, a nostro avviso, meno condivisibile poiché~~ modifica il gettito fiscale futuro. L'autonomia degli stati degli Stati Uniti rende possibile queste operazioni, data l'assenza della garanzia implicita dello Stato federale. Triste esempio è stato il fallimento della *Orange County*, che ha chiesto la protezione *ex cap. 11* della legge fallimentare americana senza alcun intervento dello stato centrale.

Altri Stati della UE hanno fatto ricorso ad operazioni finanziarie innovative per la copertura dei rischi di oscillazione dei tassi (la Danimarca), per il *debt management* e anche per l'anticipazione di incassi futuri (la Grecia) (cfr. *Tabella 2*).

Discorso diverso invece lo meritano Paesi in via di sviluppo come l'India, il Brasile, il Libano, Israele e la Giordania che hanno utilizzato questi strumenti per aggiustare situazioni debitorie complesse, in valuta domestica ed estera, agganciate a rendimenti nazionali ed esteri. Per questi Paesi la cooperazione tra autorità monetaria e fiscale ha contribuito a rendere credibili le operazioni, insieme al *placet* di organismi internazionali con il FMI, fino al raggiungimento dell'obiettivo ad un costo ragionevole. Questi Paesi, infatti, godono di un merito di credito più basso dei Paesi UE o degli Stati degli USA e hanno quindi bisogno di risparmiare sui costi per interessi (8).

#### *Criticità nell'uso dei derivati da parte della Pubblica Amministrazione*

I punti critici dell'uso dei derivati, soprattutto da parte della pubblica amministrazione, attengono: 1. alla gestione efficiente e alla capacità di valutare rischi e rendimenti *in itinere*, 2. alla garanzia implicita dello Stato centrale rispetto alle operazioni di finanziamento della P.A. locale, 3. alla corretta rappresentazione nel bilancio pubblico dei rischi e dei benefici derivanti da questi strumenti.

Sub 1. I derivati, garantendo migliori possibilità di gestione del rischio attraverso strategie di copertura, rappresentano un miglioramento dei mercati finanziari e non sono da temere. Le forme più semplici di derivato, come i *future* o gli *swap*, hanno profili di rischio-rendimento elementari i cui effetti possono essere ben compresi e valutati.

(7) ALBANESE, 2004.

(8) OECD, 2002.

Tab. 1. Derivati utilizzati dagli Stati degli Usa

Stato	Anno	Ammontare nazionale	Strumento	Motivo
Massachusetts	2001	1,8 miliardi \$	IR swap	Copertura del rischio di tasso dell'interesse
New Jersey	2004-2006	8 miliardi \$	Swap	Finanziamento spesa infrastrutture
New York	2005-2006	2 miliardi \$	IR swap	Copertura del rischio di tasso dell'interesse
New York	1999-2004	5 miliardi \$	IR swap	Copertura del rischio di tasso dell'interesse
Texas-Houston	2004	200 milioni \$	Swap	Diminuire i costi dei finanziamenti
Texas-Houston	2004	1,58 miliardi \$	Cartolarizzazione	Anticipazione dei ricavi da imposte
California	2004	600 milioni \$	IR swap	Management debito e finanziamento infrastrutture

Fonte: Stampa specializzata (Bond Buyer, Euroweeks).

TAB. 2. Operazioni in derivati ad opera di Stati sovrani

Stati della UE	Anno	Debito/PIL	Ammontare nazionale	Strumento	Motivo
Italia	1999-2001	110	9 miliardi €	Swap, cartolarizzazioni	Copertura del rischio di tasso dell'interesse
Danimarca	2001	47,77	16 miliardi €	Swap, forward	Copertura del rischio di tasso dell'interesse e di cambio
Grecia	2002	104,78	8.745 milioni €	Securitisation	Anticipazione di incassi di lotterie e traffico
<i>Altri Stati</i>					
Libano	2004	87	2.8 miliardi \$	IR Swap	Incrementare la scadenza del debito
Giordania	2004	95	N.A.	Swap	Diminuire i costi dei finanziamenti e aumentare la durata del debito
Brasile	2001	54,5	170 miliardi \$	Swap, Future, Option	Copertura del rischio di tasso dell'interesse e di cambio
India	2001	68	10 miliardi \$	Swap, Forward	Copertura del rischio di tasso dell'interesse e di cambio
Israele	1998-2003	96	N.A.	Swap, Future, Option	Copertura del rischio di tasso dell'interesse e di cambio.

Fonte: Per gli Stati UE Ocde (2002); per gli altri Stati la stampa specializzata (Bond Buyer, Euroweeks).

ti. In questa ottica il divieto di operare con strategie complesse da parte della P.A. è da condividere in quanto maggiore è la complessità e maggiore deve essere la consapevolezza e la conoscenza delle implicazioni economico-finanziarie. Gli Enti locali, per questioni dimensionali e di rigidità nel personale, non sempre possono far fronte alla necessità di conoscenza e valutazione di questi strumenti e quindi rischiano di doversi affidare alle banche e agli intermediari non solo per la costruzione delle strategie, ma anche per la valutazione degli effetti *in itinere*. Il Ministero del Tesoro svolge in modo professionale e completo l'attività di supervisione e controllo (*risk management*) per quanto attiene ai derivati compravenduti dallo Stato centrale. La stessa attività andrebbe svolta da tutti gli Enti che utilizzano questi strumenti.

Sub 2. L'influenza di strumenti finanziari contrattati fuori dai mercati regolamentati può essere forte sul merito di credito degli Enti locali che negli anni recenti hanno potuto ottenere finanziamenti a condizioni molto vantaggiose per la contemporanea presenza di più fattori positivi: i bassi tassi d'interesse europei, la posizione solida dello Stato italiano insieme ad una politica di riorganizzazione della pubblica amministrazione e i vantaggi dovuti al cambio. Nota dolente della finanza locale è stata la crescita della spesa (per infrastrutture e la sanità) che ha contribuito a far crescere il debito, mancando un sistema di copertura flessibile (9).

Il merito di credito delle Regioni italiane, che costituiscono una parte rilevante della P.A. locale italiana, è influenzato dal merito di credito dello Stato centrale, nonostante non sia sancita *ex lege* una garanzia totale. Questa lacuna, che dai mercati è interpretata positivamente, dovrebbe essere quantomeno chiarita dallo Stato onde incentivare l'efficiente gestione delle risorse finanziarie da parte degli Enti locali.

Sub 3. I derivati Orc utilizzati a copertura strategica dei portafogli sono auspicabili, ma la loro rappresentazione contabile deve essere implementata da parte della P.A. Il fatto che essi non emergano nel bilancio pubblico, fino a che non vengano chiusi dando luogo a perdite-profitti, ne limita la corretta rappresentazione per effetto della normativa europea. In questa sede notiamo che l'applicazione dei principi IAS al bilancio pubblico, che beneficia di mercati finanziari

(9) LEHMAN BROTHERS, 2003 e 2004.

moderni e sviluppati, determinerebbe una rappresentazione più completa e veritiera.

I recenti sviluppi normativi (art. 41, L. 448/2001 e relativo Regolamento di attuazione) e la loro applicazione in capo agli Enti locali limita la capacità di sfruttare in modo errato i derivati, ad es. spostando sugli esercizi futuri il pagamento del capitale, ma non evita la sovraesposizione; il limite di 100 milioni di euro per la segnalazione preventiva può essere aggirata facendo più operazioni. La rilevazione del Ministero del Tesoro, attraverso la banca dati recentemente avviata è lo strumento che serve a individuare le sovra-esposizioni ma a quanto ci risulta non esiste una forma di ammenda-multa per quelle P.A. che omettano la comunicazione delle posizioni in derivati.

#### *Conclusioni.*

Molto è stato fatto negli ultimi anni in merito al problema della conoscibilità degli strumenti e dell'esposizione delle imprese finanziarie e non; la Bis ha aumentato la cooperazione con le autorità nazionali al fine di poter dare un quadro delle dimensioni del fenomeno derivati, incrementando il dettaglio rispetto alle controparti, all'esposizione, ai meccanismi di chiusura.

Molto rimane da fare perchè questi strumenti finanziari virtuosi non si ritorcano contro: è necessario agire per aumentare la trasparenza di questi strumenti, soprattutto gli Orc, per migliorare la contabilizzazione e *risk management*. Warren Buffet si riferiva ai derivati nei bilanci delle imprese come *Time Bomb*, data la loro dimensione crescente, quasi esplosiva, ma la P.A. ha ormai molti punti in comune con le imprese private, anche grazie alla *devolution*. La contabilità, cioè la rappresentazione veritiera e corretta, è il primo passo necessario per avere un quadro chiaro e completo del fenomeno, senza il quale non si può che discernere di ipotesi, prima che qualche *bomb* non esploda.

#### *Bibliografia*

- ALBANESE, E., (2004), *Houston Complets First-Ever Texas GO Swap Transaction*, Bond Buyer, issue 31830, p. 1.
- BIS, (2005), *International Banking and Financial Market Developments*, *Quarterly Review*, June, Basle.
- BOND, BUYER, (2003), *Derivatives & Structured Products by Municipalities*, 4/01/03, issue 31605, p. 6.
- BRAUN, M., (2003), *Splitting the Swap Pie*, Bond Buyer, 5/19/03, issue 31638, p. 1.
- CORTE DEI CONTI, (2004), *Indagine sull'uso dei derivati*, pubblicato su *Il Sole 24 Ore*.

- D'AMBROSIO, G., (2003), *New Jersey Gets Five Responses for Swap-Consultant Proposal*, Bond Buyer, 10/28/03, issue 81749, p. 1.
- EUROWEEKS, (2004), *Lebanon Offers 2.3 bn Debt Swap to Smooth 2005 Hump*, 8/27/04, issue 868, p. 19.
- LEHMAN, Br., (2003a), *City of Rome*, Fixed Income European High Grade Research.
- LEHMAN, Br., (2003b), *Region of Lazio*, Fixed Income European High Grade Research.
- LEHMAN, Br., (2004a), *Region of Marche*, Fixed Income European High Grade Research.
- LEHMAN, Br., (2004b), *Guide to Italian Region Credit*, Fixed Income European High Grade Research.
- MARTHINSEN, J., (2008), *Risk Takers Uses and Abuses of Financial Derivatives*, Pearson, Boston, Massachusetts.
- MCDONALD, M., (1999), *California HFA Prepares to Jump Into Swap Market*, Bond Buyer, 3/29/99, issue 30608, p. 30.
- MCDONALD, M., (2001), *Panelist Discuss Ups and Downs of Municipal Derivatives*, Bond Buyer, 6/29/01, issue 81171, p. 4.
- MCDONALD, M., (2004), *Synthetic Debt Strategy*, Bond Buyer, issue 81909, 6/21/04, p. 1 and p. 34.
- MIDDLE EAST MONITOR, (2004), *Regional Risk Profile: Jordan*, November, vol. 14, issue 11, p. 1.
- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, (2004a), *Guidelines for Public Debt Management for 2003-2004*, Dipartimento del Tesoro, Roma.
- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, (2004b), *Guidelines for Public Debt Management for 2004-2005*, Dipartimento del Tesoro, Roma.
- OECD, (2002), *12<sup>o</sup> Workshop on Government Securities Markets and Public Debt Management in Emerging Markets*, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Roma.
- OLDANI, C., (2004), *I derivati finanziari: dalla Bibbia alla Enron*, F. Angeli ed., Milano.
- OLDANI, C., SAVONA, P., (2005), *Derivatives, Fiscal Policy and Financial Stability*, *The ICFAI Journal of Derivatives*, July, vol. II, no. 3, pp. 7-25.
- OLSON, M., (1971), *The Logic of Collective Action*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- POLYACK, I., (1998), *Lehman Draws Ire Over Possible Texas Trans Derivatives*, Bond Buyer, 8/28/98, issue 80467, p. 1.
- SALCEDO, Y., (2008), *A Time for Trade, a Time for Taxes*, *Futures*, April, pp. 62-64.
- SAVONA, P., (2004), *La finanza dei derivati*, Treccani del Novecento, Roma.
- SAVONA, P., MACCARIO, A., OLDANI, C., (2000), *On Monetary Analysis of Derivatives*, *Open Economies Review*, Special Issue 1, vol. 11, August, pp. 149-176.
- SINISCALCO, D., CANNATA, M., (2004a), *Effetti e tecniche di controllo dei flussi di finanza pubblica in ordine all'andamento del debito con particolare riferimento alla componente non statale*, Audizione alla Commissione Programmazione Economica e Bilancio, Senato della Repubblica, 24 marzo, Roma.
- SINISCALCO, D., CANNATA, M., (2004b), *Effetti e tecniche di controllo dei flussi di finanza pubblica in ordine all'andamento del debito con particolare riferimento alla componente non statale*, Audizione alla Commissione Programmazione Economica e Bilancio, Senato della Repubblica, 24 luglio, Roma.
- VIOLI, R., (2000), *Mercati dei derivati, controllo monetario e stabilità finanziaria*, il Mulino, Bologna.
- ZENG, T., (2008), *Tax Planning Using Derivatives Instruments and Firm Market Valuation under Clean Market Valuation*, PhD dissertation Queen's University 2001, Doctoral Research in Taxation, *Journal of the American Taxation Association*, Spring, Vol. 25, Issue 1, pp. 142-3.
- ZENG, T., (2004), *Tax Timing Options: Firms Use Derivatives to Save Taxes*, mimeo, Wilfrid Laurier University.



## **Documenti istituzionali**





## Comunicato Stampa

DIFFUSO A CURA DEL SERVIZIO SEGRETERIA PARTICOLARE

Roma, 5 giugno 2008

### *Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2007*

La Banca d'Italia comunica le informazioni relative alle posizioni in essere a fine dicembre 2007 sui contratti derivati *over-the-counter* (OTC) di un campione composto dai gruppi bancari italiani maggiormente operativi nel comparto.<sup>1</sup> Tale indagine, che ha preso avvio nel 1998, è effettuata per iniziativa del *Committee on the Global Financial System*, che si riunisce a Basilea, presso la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), sotto l'egida del Comitato dei governatori delle banche centrali del Gruppo dei 10 (G-10). L'indagine prevede la rilevazione semestrale di statistiche sui derivati OTC su base consolidata presso un campione di banche e intermediari finanziari con sede nei paesi del G-10<sup>2</sup>. Tale rilevazione si fonda sulle raccomandazioni del Rapporto "*Proposals for improving global derivatives market statistics*", presentato dal suddetto Comitato nel luglio 1996.

Oggetto della rilevazione sono il valore nozionale e il valore lordo di mercato<sup>3</sup> (positivo e negativo) dei contratti derivati su:

- a) tassi di cambio;<sup>4</sup>
- b) tassi d'interesse;
- c) azioni e indici azionari (*equity-linked*), merci (*commodities*);
- d) *credit default swaps* (da dicembre 2004).

Per ciascuna tipologia di contratti è inoltre richiesta la suddivisione per classi di vita residua ("fino ad un anno", "tra 1 anno e 5 anni" e "oltre 5 anni").

**1. I derivati finanziari.**<sup>5</sup> L'evidenza relativa al mercato italiano indica una stasi dell'attività (tav. 1), in controtendenza rispetto a quanto osservato nel complesso dei paesi del G-10, dove si è registrato un incremento del 15 per cento. Il valore nozionale dei contratti in essere presso le banche italiane rappresenta ancora una quota assai modesta dell'intero campione dei paesi del G-10 (1,6 per cento).

Le informazioni relative alle controparti (tav. 2) mostrano che i contratti derivati OTC continuano a essere posti in essere prevalentemente con istituzioni finanziarie ("intermediari

1 I gruppi bancari inclusi nel campione sono Unicredit, Intesa Sanpaolo, Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare; ad essi faceva capo oltre l'80 per cento delle operazioni in derivati finanziari e creditizi condotte da gruppi bancari italiani.

2 Come di consueto, i risultati a livello globale sono pubblicati dalla BRI e sono disponibili sul sito Internet [www.bis.org](http://www.bis.org).

3 I valori lordi di mercato, che rappresentano un indicatore del rischio di controparte, misurano il costo di rimpiazzo dei contratti in essere qualora questi ultimi fossero stati regolati il giorno della rilevazione. Oltre al valore lordo di mercato sono richieste informazioni anche sul valore di mercato al netto dell'effetto di accordi di compensazione bilaterale o di altri meccanismi tesi alla riduzione del rischio di credito; la grandezza così calcolata configura per le banche segnalanti un'esposizione creditizia, se positiva, oppure una passività, se negativa.

4 In questa categoria vengono rilevate anche le posizioni in derivati sull'oro. Essendo di grandezza trascurabile, queste ultime non vengono tuttavia contabilizzate in questa sede.

5 Per derivati finanziari si intendono gli strumenti che coprono dai rischi di mercato: derivati su tassi di cambio; tassi d'interesse; azioni e indici azionari; merci.

partecipanti alla rilevazione” e “altri intermediari finanziari”). Le categorie di contratti nella quale la quota delle controparti non finanziarie è più elevata in percentuale sono quelle relative ai cambi (10,4 per cento), mentre per i derivati su tassi d’interesse e quelli su azioni tale quota è dell’ordine del 5 per cento. Il campione rilevato fa registrare un valore lordo di mercato negativo lievemente superiore a quello positivo (122,9 e 118,6 miliardi di dollari, rispettivamente).

I derivati su tassi d’interesse risultano così composti (tav. 3): gli *interest rate swaps* rappresentano, in termini di valore nozionale, circa il 75 per cento (63 per cento del totale dei derivati in essere in Italia), le opzioni su tassi d’interesse il 20 e i *forward rate agreements* il 5 per cento. L’euro rimane di gran lunga la valuta più utilizzata, seguito dal dollaro. Il 64 per cento dei derivati su tassi d’interesse ha vita residua superiore all’anno (tav. 4).

I contratti derivati su tassi di cambio (tav. 5) continuano a riguardare prevalentemente il dollaro USA o l’euro (68 per cento, complessivamente). A differenza dei derivati su tassi di interesse, la cui vita residua è distribuita prevalentemente su scadenze di medio e lungo periodo, quelli relativi a tassi di cambio hanno, per i tre quarti, scadenza inferiore all’anno (tav. 4). Il mercato dei derivati su azioni e merci, di dimensione assai più limitata è composto quasi interamente di opzioni, poco meno dei due terzi delle quali hanno vita residua superiore all’anno (tav. 4).

**2. I derivati su crediti.** I dati relativi alle posizioni in essere su *credit default swaps* (CDS<sup>6</sup>) delle banche italiane mostrano nel periodo considerato un forte incremento, superiore a quello osservato negli altri paesi. Nel secondo semestre del 2007 i valori nozionali dei CDS comprati (acquisto di protezione) e quello dei CDS venduti (vendita di protezione) sono aumentati del 41 e 50 per cento, rispettivamente, raggiungendo 399,3 e 397,8 miliardi di dollari (cfr. tav. 1); per il complesso dei paesi del G-10 l’incremento dei CDS comprati e quello dei CDS venduti è stato del 34 e 39 per cento, rispettivamente. Le banche italiane risultavano essere, al 31 dicembre 2007, acquirenti nette di protezione dal rischio di credito per un ammontare di 1,4 miliardi di dollari (18,7 miliardi nel semestre precedente); tutti i contratti in essere avevano per controparte un’istituzione finanziaria (cfr. tav. 6). Il totale dei CDS comprati era riferito per il 54 per cento a un paniere di debitori (*multi-name CDS*) e per la restante parte a un singolo debitore (*single-name CDS*); nel caso dei CDS venduti la quota di quelli riferiti a un paniere di debitori era del 58 per cento. In termini di scadenza dei contratti sottostanti, una quota preponderante – circa i due terzi – dei CDS comprati e venduti aveva vita residua compresa tra 1 e 5 anni. Il valore netto di mercato di tutti i contratti in essere era negativo e pari a 0,2 miliardi di dollari. Anche nel caso dei derivati su crediti, il valore nozionale dei contratti in essere presso le banche italiane rappresenta una minima proporzione dell’intero campione dei paesi del G-10 (0,9 per cento).

---

<sup>6</sup> I CDS sono contratti bilaterali in cui il soggetto che intende acquisire copertura dal rischio di credito (*protection buyer*) relativo a una attività finanziaria sottostante (*reference obligation*) paga un premio al venditore di protezione (*protection seller*), che a sua volta si impegna ad un pagamento finale in caso di inadempienza da parte del soggetto cui fa capo la *reference obligation*.

Tavola 1

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CATEGORIA DI RISCHIO (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Fine giugno 2007	Fine dicembre 2007	Variaz. perc.le dicembre '07/giugno '07	Quota % dic. 2007
<b>Derivati finanziari</b>				
<b>Cambi</b>	1003,7	1124,6	12,0	11,7
<b>Tassi d'interesse</b>	8225,8	8113,0	-1,4	84,5
<b>Azioni e merci</b>	411,4	363,2	-11,7	3,8
<b>TOTALE</b>	9.640,9	9600,8	-0,4	100,0
<b>Derivati creditizi</b>				
<b>CDS comprati</b>	283,3	399,3	40,9	50,1
<b>CDS venduti</b>	264,6	397,8	50,3	49,9
<b>TOTALE</b>	547,9	797,1	45,5	100,0

Tavola 2

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CONTROPARTE (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2007; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Istituzioni finanziarie		Istituzioni non finanziarie	
	Importo	Quota %	Importo	Quota %
<b>Cambi</b>	1.007,6	89,6	117,0	10,4
<b>Tassi d'interesse</b>	7.710,1	95,0	402,9	5,0
<b>Azioni</b>	340,7	94,6	19,4	5,4

Tavola 3

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI D'INTERESSE (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2007; miliardi di dollari)

Strumenti	Dollaro	Euro	Yen	Sterlina	Altre	TOTALE
<b>Forward rate agreements</b>	79,9	227,7	1,1	1,5	117,5	427,6
<b>Swaps</b>	423,5	5.080,7	107,9	102,1	373,5	6.087,6
<b>Opzioni OTC (2)</b>	101,4	1.385,7	0,9	2,7	107,0	1.597,7
<i>Vendute</i>	60,2	728,3	0,2	1,5	49,5	839,7
<i>Acquistate</i>	41,2	657,4	0,7	1,2	57,5	758,0
<b>TOTALE</b>	604,8	6694,1	109,9	106,3	598	8113,1

(1) Eventuali discrepanze tra i dati contenuti nelle tavole sono dovute agli arrotondamenti. (2) Per opzioni acquistate si intendono i contratti in forza dei quali l'acquirente detiene la facoltà di acquistare (call) o di vendere (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato. Le opzioni vendute sono i contratti in forza dei quali l'emittente si impegna a vendere (call) o ad acquistare (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato.

Tavola 4

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER STRUMENTI E VITA RESIDUA (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2007; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Strumenti			TOTALE	Vita residua		
	Forwards e swaps	Opzioni OTC Vendute	Opzioni OTC Comperate		Meno di 1 anno	Fra 1 e 5 anni	Oltre i 5 Anni
<b>Cambi</b>	818,2	154,4	152,0	1.124,6	836,1	231,0	57,5
<b>Tassi d'interesse</b>	6.515,2	839,8	758,0	8.113,0	2.942,6	3.018,1	2.152,3
<b>Azioni</b>	51,9	181,2	127,0	360,1	133,1	195,5	31,5

Tavola 5

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI DI CAMBIO (1) (2)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2007; miliardi di dollari)

Strumenti	Dollaro	Euro	Yen	Sterlina	Altre	TOTALE
<b>Contratti a termine e swap in valuta</b>	470,0	400,1	80,5	66,4	136,7	576,9
<b>Currency swaps</b>	166,6	155,0	10,3	44,2	106,6	241,3
<b>Opzioni OTC (3)</b>	213,4	137,1	140,7	30,3	91,3	306,4
<i>Vendute</i>	106,6	67,8	73,2	15,7	45,6	154,4
<i>Acquistate</i>	106,9	69,3	67,5	14,6	45,7	152,0
<b>TOTALE</b>	850,0	692,2	231,5	140,9	334,6	1.124,6

(1) Eventuali discrepanze tra i dati contenuti nelle tavole sono dovute agli arrotondamenti.

(2) Poiché vengono computate entrambe le valute che compongono ogni transazione, la somma dei contratti classificati per valuta (prime 5 colonne) risulta per definizione doppia rispetto al totale complessivo (ultima colonna).

(3) Per opzioni acquistate si intendono i contratti in forza dei quali l'acquirente detiene la facoltà di acquistare (call) o di vendere (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato. Le opzioni vendute sono i contratti in forza dei quali l'emittente si impegna a vendere (call) o ad acquistare (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato.

Tavola 6 - ITALIA - Credit default swaps in essere al 31 dicembre 2007 in miliardi di dollari											
	Valore nozionale										
	Totale			meno di 1 anno			fra 1 e 5 anni			oltre i 5 anni	
	CDS comprati	CDS venduti	CDS comprati	CDS venduti	CDS comprati	CDS venduti	CDS comprati	CDS venduti	CDS comprati	CDS venduti	
										Valore di mercato lordo positivo	Valore di mercato lordo negativo
<b>Tutti i contratti</b>	399,3	397,8	31,5	34,0	266,3	282,4	101,4	81,4	7,2	7,4	
Tutte le controparti											
di cui: istituzioni finanziarie	399,2	397,8	31,5	34,0	266,3	282,4	101,4	81,4	7,2	7,4	
<b>Riferiti ad un singolo debitore</b>											
Tutte le controparti	184,5	169,3	22,9	24,8	118,4	119,2	43,2	25,4	3,1	2,7	
di cui: istituzioni finanziarie	184,4	169,3	22,9	24,8	118,4	119,2	43,2	25,4	3,1	2,7	
<b>Riferiti a basket di debitori</b>											
Tutte le controparti	214,8	228,5	8,7	9,2	147,9	163,3	58,2	56,0	4,1	4,7	
di cui: istituzioni finanziarie	214,8	228,5	8,7	9,2	147,9	163,3	58,2	56,0	4,1	4,7	





# BANCA D'ITALIA

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

## Comunicato Stampa

DIFFUSO A CURA DEL SERVIZIO SEGRETERIA PARTICOLARE

### *Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2006*

La Banca d'Italia comunica le informazioni relative alle posizioni in essere a fine dicembre 2006 sui contratti derivati *over-the-counter* (OTC) di un campione composto dai gruppi bancari italiani maggiormente operativi nel comparto.<sup>1</sup> Tale indagine, che ha preso avvio nel 1998, è effettuata per iniziativa del *Committee on the Global Financial System*, che si riunisce a Basilea, presso la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), sotto l'egida del Comitato dei governatori delle banche centrali del Gruppo dei 10 (G-10). L'indagine prevede la rilevazione semestrale di statistiche sui derivati OTC su base consolidata presso un campione di banche e intermediari finanziari con sede nei paesi del G-10<sup>2</sup>. Tale rilevazione si fonda sulle raccomandazioni del Rapporto "*Proposals for improving global derivatives market statistics*", presentato dal suddetto Comitato nel luglio 1996.

Oggetto della rilevazione sono il valore nozionale e il valore lordo di mercato<sup>3</sup> (positivo e negativo) dei contratti derivati su:

- a) tassi di cambio;<sup>4</sup>
- b) tassi d'interesse;
- c) azioni e indici azionari (*equity-linked*), merci (*commodities*);
- d) *credit default swaps* (da dicembre 2004).

Per ciascuna tipologia di contratti è inoltre richiesta la suddivisione per classi di vita residua ("fino ad un anno", "tra 1 anno e 5 anni" e "oltre 5 anni").

**1. I derivati finanziari.**<sup>5</sup> L'evidenza relativa al mercato italiano indica un incremento dell'attività assai inferiore a quello osservabile negli altri paesi: per l'Italia l'ammontare in dollari dei contratti è cresciuto nel corso del secondo semestre del 2006 dell'1 per cento circa (tav. 1), contro il 12 per il complesso dei paesi del G-10; nella precedente rilevazione<sup>6</sup> (primo semestre 2006) gli incrementi erano stati pari, rispettivamente, al 5 e al 23 per cento. Il valore nozionale dei contratti in essere presso

1 Gli intermediari inclusi nel campione sono Banca Intesa, Banca Nazionale del Lavoro, Capitalia, Monte dei Paschi di Siena, SanPaolo IMI, Unicredit Italiano; a fine dicembre 2006, ad essi faceva capo oltre l'80 per cento delle operazioni in derivati finanziari e creditizi condotte da gruppi bancari italiani.

2 Come di consueto, i risultati a livello globale sono pubblicati dalla BRI e sono disponibili sul sito Internet [www.bis.org](http://www.bis.org).

3 I valori lordi di mercato, che rappresentano un indicatore del rischio di controparte, misurano il costo di rimpiazzo dei contratti in essere qualora questi ultimi fossero stati regolati il giorno della rilevazione (in questo caso, il 31 dicembre 2006). Oltre al valore lordo di mercato sono richieste informazioni anche sul valore di mercato al netto dell'effetto di accordi di compensazione bilaterale o di altri meccanismi tesi alla riduzione del rischio di credito; la grandezza così calcolata configura per le banche segnalanti un'esposizione creditizia, se positiva, oppure una passività, se negativa.

4 In questa categoria vengono rilevate anche le posizioni in derivati sull'oro. Essendo di grandezza trascurabile, queste ultime non vengono tuttavia contabilizzate in questa sede.

5 Per derivati finanziari si intendono gli strumenti che coprono dai rischi di mercato: derivati su tassi di cambio; tassi d'interesse; azioni e indici azionari; merci.

6 Si veda il comunicato stampa della Banca d'Italia del 23 novembre 2006.

le banche italiane rappresenta ancora una quota assai modesta dell'intero campione dei paesi del G-10 (1,6 per cento).

Le informazioni relative alle controparti (tav. 2) mostrano che i contratti derivati OTC continuano a essere posti in essere prevalentemente con istituzioni finanziarie ("intermediari partecipanti alla rilevazione" e "altri intermediari finanziari"). Le categorie di contratti nella quale la quota delle controparti non finanziarie è più elevata sono quelle relative ai cambi (9 per cento), mentre per i derivati su tassi d'interesse e quelli su azioni tale quota è dell'ordine del 5 per cento. Il campione rilevato fa registrare un valore lordo di mercato positivo lievemente superiore a quello negativo (64 e 62,7 miliardi di dollari, rispettivamente).

I contratti relativi a tassi d'interesse, che predominano per dimensione, hanno segnato un aumento contenuto nel semestre considerato (+ 1,5 per cento). I tre strumenti che si annoverano tra i derivati su tassi d'interesse hanno evidenziato andamenti differenziati (tav. 3): gli *interest rate swaps* – in termini di valore nozionale essi rappresentano circa il 65 per cento di tutti i derivati in essere in Italia – sono aumentati del 3 per cento, le opzioni su tassi d'interesse del 2 per cento; tali incrementi hanno più che compensato il marcato calo dei *forward rate agreements* (21 per cento). L'euro rimane di gran lunga la valuta più utilizzata, seguito dal dollaro. Il 62 per cento dei derivati su tassi d'interesse ha vita residua superiore all'anno (tav. 4).

L'ammontare di derivati su tassi di cambio, secondo comparto per importanza, ha segnato un incremento pari all'1 per cento circa. I contratti derivati su tassi di cambio (tav. 5) continuano a riguardare prevalentemente il dollaro USA o l'euro (78 per cento, complessivamente). A differenza dei derivati su tassi di interesse, la cui vita residua è distribuita prevalentemente su scadenze di medio e lungo periodo, quelli relativi a tassi di cambio hanno, nella quasi totalità, scadenza inferiore all'anno (tav. 4). I derivati su azioni e merci, di dimensione assai più limitata, hanno registrato un calo del 15 per cento circa (tav. 1); il mercato è composto quasi interamente di opzioni, oltre tre quarti delle quali hanno vita residua superiore all'anno (tav. 4).

**2. I derivati su crediti.** I dati relativi alle posizioni in essere su *credit default swaps* (CDS<sup>7</sup>) delle banche italiane mostrano nel periodo considerato una netta decelerazione e una dinamica assai inferiore a quella osservabile negli altri paesi: per l'Italia il valore nozionale dei CDS comprati (acquisto di protezione) e quello dei CDS venduti (vendita di protezione) sono cresciuti entrambi nel secondo semestre del 2006 del 4 per cento circa, raggiungendo 83,6 e 76,7 miliardi di dollari rispettivamente (cfr. tav. 6); per il complesso dei paesi del G-10 l'incremento di ambedue le grandezze è stato superiore al 40 per cento. Le banche italiane risultavano essere, al 31 dicembre 2006, acquirenti nette di protezione dal rischio di credito per un ammontare di 6,9 miliardi di dollari; quasi tutti i contratti in essere avevano per controparte un'istituzione finanziaria. Il 64 per cento dei CDS comprati era riferito a un singolo debitore (*single-name CDS*), la quota rimanente a un paniere di debitori (*multi-name CDS*); nel caso dei CDS venduti le proporzioni tra le due tipologie non erano dissimili. In termini di scadenza dei contratti sottostanti, una quota preponderante – circa i due terzi – dei CDS comprati e venduti aveva vita residua compresa tra 1 e 5 anni. Il valore netto di mercato di tutti i contratti in essere era negativo e pari a 15 milioni di dollari. Anche nel caso dei derivati su crediti, il valore nozionale dei contratti in essere presso le banche italiane rappresenta una minima proporzione dell'intero campione dei paesi del G-10 (0,4 per cento).

Roma, 6 giugno 2007

---

<sup>7</sup> I CDS sono contratti bilaterali in cui il soggetto che intende acquisire copertura dal rischio di credito (*protection buyer*) relativo a una attività finanziaria sottostante (*reference obligation*) paga un premio al venditore di protezione (*protection seller*), che a sua volta si impegna ad un pagamento finale in caso di inadempienza da parte del soggetto cui fa capo la *reference obligation*.

Tavola 1

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CATEGORIA DI RISCHIO (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Fine giugno 2006	Fine dicembre 2006	Variaz. perc.le dicembre '06/giugno '06	Quota % dic. 2006
<b>Cambi</b>	384,5	388,2	1,0	6,2
<b>Tassi d'interesse</b>	5.592,6	5.676,0	1,5	91,2
<b>Azioni e merci</b>	190,3	161,0	-15,3	2,6
<b>TOTALE</b>	6.167,4	6.225,2	0,9	100,0

Tavola 2

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CONTROPARTE (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2006; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Istituzioni finanziarie		Istituzioni non finanziarie	
	Importo	Quota %	Importo	Quota %
<b>Cambi</b>	353,0	90,9	35,2	9,1
<b>Tassi d'interesse</b>	5.424,4	95,6	251,5	4,4
<b>Azioni</b>	152,2	94,7	8,6	5,4

Tavola 3

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI D'INTERESSE (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2006; miliardi di dollari)

Strumenti	Dollaro	Euro	Yen	Sterlina	Altre	TOTALE
<b>Forward rate agreements</b>	41,6	163,6	0,6	11,7	10,5	227,9
<b>Swaps</b>	182,6	3.726,1	22,2	26,4	62,9	4.020,3
<b>Opzioni OTC (2)</b>	121,2	1.298,1	1,2	7,1	0,3	1.427,8
<i>Vendute</i>	76,2	663,4	0,3	3,5	0,2	743,6
<i>Acquistate</i>	45,0	634,7	0,9	3,6	0,1	684,2
<b>TOTALE</b>	345,4	5.187,8	24,0	45,2	73,7	5.676,0

(1) Eventuali discrepanze tra i dati contenuti nelle tavole sono dovute agli arrotondamenti.

(2) Per opzioni acquistate si intendono i contratti in forza dei quali l'acquirente detiene la facoltà di acquistare (call) o di vendere (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato. Le opzioni vendute sono i contratti in forza dei quali l'emittente si impegna a vendere (call) o ad acquistare (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato.

Tavola 4

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER STRUMENTI E VITA RESIDUA (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2006; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Strumenti			TOTALE	Vita residua		
	Forwards e swaps	Opzioni OTC Vendute	Opzioni OTC Comprate		Meno di 1 anno	Fra 1 e 5 anni	Oltre i 5 Anni
<b>Cambi</b>	244,4	73,1	70,7	388,2	310,1	58,8	19,3
<b>Tassi d'interesse</b>	4.248,2	743,6	684,2	5.676,0	2.131,9	2.142,1	1.401,9
<b>Azioni</b>	2,5	88,1	70,2	160,8	37,5	105,2	18,1

Tavola 5

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI DI CAMBIO (1) (2)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2006; miliardi di dollari)

Strumenti	Dollaro	Euro	Yen	Sterlina	Altre	TOTALE
<b>Contratti a termine e swap in valuta</b>	167,2	158,2	10,0	17,5	22,7	187,8
<b>Currency swaps</b>	26,3	63,4	1,5	12,9	9,0	56,6
<b>Opzioni OTC (3)</b>	128,1	65,2	75,4	6,3	12,6	143,8
<i>Vendute</i>	66,0	34,4	36,2	3,4	6,1	73,1
<i>Acquistate</i>	62,1	30,8	39,2	2,9	6,5	70,7
<b>TOTALE</b>	321,4	286,8	86,9	36,8	44,3	388,2

(1) Eventuali discrepanze tra i dati contenuti nelle tavole sono dovute agli arrotondamenti.

(2) Poiché vengono computate entrambe le valute che compongono ogni transazione, la somma dei contratti classificati per valuta (prime 5 colonne) risulta per definizione doppia rispetto al totale complessivo (ultima colonna).

(3) Per opzioni acquistate si intendono i contratti in forza dei quali l'acquirente detiene la facoltà di acquistare (call) o di vendere (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato. Le opzioni vendute sono i contratti in forza dei quali l'emittente si impegna a vendere (call) o ad acquistare (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato.

Tavola 6 - ITALIA - Credit default swaps in essere al 31 dicembre 2006 in miliardi di dollari										
Valore nozionale										
Vita residua										
	Totale		meno di 1 anno		fra 1 e 5 anni		oltre i 5 anni		Valore di mercato lordo positivo	Valore di mercato lordo negativo
	CDS comprati	CDS venduti	CDS comprati	CDS venduti	CDS comprati	CDS venduti	CDS comprati	CDS venduti		
<b>Tutti i contratti</b>	83,6	76,7	10,4	9,3	55,3	50,6	17,9	16,8	0,963	0,978
Tutte le controparti di cui: istituzioni finanziarie	83,2	76,3	10,3	9,2	55,0	50,3	17,8	16,8	0,954	0,967
<b>Riferiti ad un singolo debitore</b>	53,1	44,0	10,3	8,8	34,0	28,2	8,8	7,0	0,668	0,684
Tutte le controparti di cui: istituzioni finanziarie	52,7	43,7	10,3	8,8	33,7	27,8	8,8	7,0	0,659	0,673
<b>Riferiti a basket di debitori</b>	30,5	32,7	0,1	0,4	21,4	22,5	9,0	9,8	0,295	0,294
Tutte le controparti di cui: istituzioni finanziarie	30,5	32,7	0,1	0,4	21,4	22,5	9,0	9,8	0,295	0,294



## BANCA D'ITALIA

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

## Comunicato Stampa

DIFFUSO A CURA DEL SERVIZIO SEGRETERIA PARTICOLARE

*Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2005*

La Banca d'Italia comunica le informazioni relative alle posizioni in essere a fine dicembre 2005 sui contratti derivati *over-the-counter* (OTC) di un campione composto dai gruppi bancari italiani maggiormente operativi nel comparto.<sup>1</sup> Tale indagine, che ha preso avvio nel 1998, è effettuata per iniziativa del *Committee on the Global Financial System*, che si riunisce a Basilea, presso la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), sotto l'egida del Comitato dei governatori delle banche centrali del Gruppo dei 10 (G-10). L'indagine prevede la rilevazione semestrale di statistiche sui derivati OTC su base consolidata presso un campione di banche e intermediari finanziari con sede nei paesi del G-10<sup>2</sup>. Tale rilevazione si fonda sulle raccomandazioni del Rapporto "*Proposals for improving global derivatives market statistics*", presentato dal suddetto Comitato nel luglio 1996.

Oggetto della rilevazione sono il valore nozionale e il valore lordo di mercato<sup>3</sup> (positivo e negativo) dei contratti derivati su:

- a) tassi di cambio;<sup>4</sup>
- b) tassi d'interesse;
- c) azioni e indici azionari (*equity-linked*), merci (*commodities*);
- d) *credit default swaps* (da dicembre 2004).

Per ciascuna tipologia di contratti è inoltre richiesta la suddivisione per classi di vita residua ("fino ad un anno", "tra 1 anno e 5 anni" e "oltre 5 anni").

**1. I derivati finanziari.**<sup>5</sup> L'evidenza relativa al mercato italiano indica un incremento dell'attività inferiore a quello osservabile negli altri paesi: per l'Italia l'ammontare in dollari dei contratti è cresciuto nel corso del secondo semestre del 2005 dell'1 per cento (tav. 1), contro il 5 per il complesso dei paesi del G-10; nella precedente rilevazione<sup>6</sup> (primo semestre 2005) gli incrementi erano stati pari, rispettivamente, al 10,5 e al 7 per cento. Il valore nozionale dei contratti in essere

1 Gli intermediari inclusi nel campione sono Banca Intesa, Banca Nazionale del Lavoro, Capitalia, Monte dei Paschi di Siena, SanPaolo IMI, Unicredit Italiano; a fine 2004, ad essi faceva capo circa l'80 per cento delle operazioni in derivati finanziari e creditizi condotte da gruppi bancari italiani.

2 Come di consueto, i risultati a livello globale sono pubblicati dalla BRI e sono disponibili sul sito Internet [www.bis.org](http://www.bis.org).

3 I valori lordi di mercato, che rappresentano un indicatore del rischio di controparte, misurano il costo di rimpiazzo dei contratti in essere qualora questi ultimi fossero stati regolati il giorno della rilevazione (in questo caso, il 31 dicembre 2005). Oltre al valore lordo di mercato sono richieste informazioni anche sul valore di mercato al netto dell'effetto di accordi di compensazione bilaterale o di altri meccanismi tesi alla riduzione del rischio di credito; la grandezza così calcolata configura per le banche segnalanti un'esposizione creditizia, se positiva, oppure una passività, se negativa.

4 In questa categoria vengono rilevate anche le posizioni in derivati sull'oro. Essendo di grandezza trascurabile, queste ultime non vengono tuttavia contabilizzate in questa sede.

5 Per derivati finanziari si intendono gli strumenti che coprono dai rischi di mercato: derivati su tassi di cambio; tassi d'interesse; azioni e indici azionari; merci.

6 Si veda il comunicato stampa della Banca d'Italia del 24 gennaio 2006.

presso le banche italiane rappresenta ancora una quota modesta dell'intero campione dei paesi del G-10 (2,1 per cento).

Le informazioni relative alle controparti (tav. 2) mostrano che i contratti derivati OTC continuano a essere posti in essere prevalentemente con istituzioni finanziarie ("intermediari partecipanti alla rilevazione" e "altri intermediari finanziari"). Le categorie di contratti nella quale la quota delle controparti non finanziarie è più elevata sono quelle relative alle azioni e ai cambi (12 e 11 per cento, rispettivamente, contro il 4 per cento per i derivati su tassi d'interesse). Il campione rilevato fa registrare un valore lordo di mercato positivo lievemente superiore a quello negativo (82,6 e 82,0 miliardi di dollari, rispettivamente).

I contratti relativi a tassi d'interesse, che predominano per dimensione, sono rimasti pressoché invariati nel semestre considerato (+ 0,7 per cento). I tre strumenti che si annoverano tra i derivati su tassi d'interesse hanno evidenziato andamenti differenziati (tav. 3): la flessione, pari al 3 per cento, degli *interest rate swaps* – in termini di valore nozionale essi rappresentano circa il 63 per cento di tutti i derivati in essere in Italia – e dei *forward rate agreements* è stata compensata da un aumento del 6 per cento del volume di opzioni. L'euro rimane di gran lunga la valuta più utilizzata, seguito dal dollaro. Circa il 60 per cento dei derivati su tassi d'interesse ha vita residua superiore all'anno (tav. 4).

L'ammontare di derivati su tassi di cambio, secondo comparto per importanza, ha segnato un incremento pari al 16 per cento circa. I contratti derivati su tassi di cambio (tav. 5) continuano a riguardare prevalentemente il dollaro USA o l'euro (80 per cento, complessivamente). A differenza dei derivati su tassi di interesse, la cui vita residua è distribuita prevalentemente su scadenze di medio e lungo periodo, quelli relativi a tassi di cambio hanno, nella quasi totalità, scadenza inferiore all'anno (tav. 4). I derivati su azioni e merci, di dimensione assai più limitata, hanno registrato una flessione del 12 per cento circa (tav. 1); il mercato è composto quasi interamente di opzioni, oltre due terzi delle quali ha vita residua superiore all'anno (tav. 4).

**2. I derivati su crediti.** I dati relativi alle posizioni in essere su *credit default swaps* (CDS<sup>7</sup>) delle banche italiane mostrano una dinamica molto più contenuta di quella osservabile negli altri paesi: per l'Italia il valore nozionale dei CDS comprati (acquisto di protezione) è cresciuto nel secondo semestre del 2005 del 7 per cento circa, a 62,2 miliardi di dollari, quello dei CDS venduti (vendita di protezione) del 4 per cento circa, a 63,4 miliardi (cfr. tav. 6); per il complesso dei paesi del G-10 l'incremento di ambedue le grandezze è stato pari a circa il 33 per cento. I grandi gruppi bancari italiani risultavano essere, al 31 dicembre 2005, venditori netti di protezione dal rischio di credito per un ammontare di circa 1,2 miliardi di dollari; quasi tutti i contratti in essere avevano per controparte un'istituzione finanziaria. Il 63 per cento dei CDS comprati era riferito a un singolo debitore (*single-name CDS*), la quota rimanente a un paniere di debitori (*multi-name CDS*); nel caso dei CDS venduti le proporzioni tra le due tipologie non erano dissimili. In termini di scadenza dei contratti sottostanti, una quota preponderante – superiore al 60 per cento – dei CDS comprati e venduti aveva vita residua compresa tra 1 e 5 anni. Il valore netto di mercato di tutti i contratti in essere era positivo e pari a 23 milioni di dollari. Anche nel caso dei derivati su crediti, il valore nozionale dei contratti in essere presso le banche italiane rappresenta una minima proporzione dell'intero campione dei paesi del G-10 (0,6 per cento).

Roma, 10 luglio 2006

---

<sup>7</sup> I CDS sono contratti bilaterali in cui il soggetto che intende acquisire copertura dal rischio di credito (*protection buyer*) relativo a una attività finanziaria sottostante (*reference obligation*) paga un premio al venditore di protezione (*protection seller*), che a sua volta si impegna ad un pagamento finale in caso di inadempienza da parte del soggetto cui fa capo la *reference obligation*.



Tavola 1

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CATEGORIA DI RISCHIO (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Fine dicembre 2005	Fine giugno 2005	Variaz. perc.le dicembre/giugno	Quota % dic. 2005
<b>Cambi</b>	301,2	259,0	16,3	5,1
<b>Tassi d'interesse</b>	5.451,8	5.412,9	0,7	92,4
<b>Azioni e merci</b>	145,8	166,3	- 12,3	2,5
<b>TOTALE</b>	5.898,8	5.838,2	1,0	100,0

Tavola 2

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CONTROPARTE (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2005; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Istituzioni finanziarie		Istituzioni non finanziarie	
	Importo	Quota %	Importo	Quota %
<b>Cambi</b>	267,5	88,8	33,7	11,2
<b>Tassi d'interesse</b>	5.213,1	95,6	238,7	4,4
<b>Azioni</b>	127,8	87,7	17,9	12,3

Tavola 3

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI D'INTERESSE (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2005; miliardi di dollari)

Strumenti	Dollaro	Euro	Yen	Sterlina	Altre	TOTALE
<b>Forward rate agreements</b>	150,2	339,0	0,6	1,6	10,8	502,2
<b>Swaps</b>	350,4	3.380,5	7,4	17,4	34,5	3.790,2
<b>Opzioni OTC (2)</b>	152,7	991,9	0,1	14,2	0,5	1.159,3
<i>Vendute</i>	90,6	528,5	0,1	6,9	0,2	626,2
<i>Acquistate</i>	62,1	463,4	0,0	7,3	0,3	533,1
<b>TOTALE</b>	653,3	4.711,4	8,1	33,2	45,8	5.451,8

(1) Eventuali discrepanze tra i dati contenuti nelle tavole sono dovute agli arrotondamenti.

(2) Per opzioni acquistate si intendono i contratti in forza dei quali l'acquirente detiene la facoltà di acquistare (call) o di vendere (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato. Le opzioni vendute sono i contratti in forza dei quali l'emittente si impegna a vendere (call) o ad acquistare (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato.

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER STRUMENTI E VITA RESIDUA (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2005; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Strumenti			TOTALE	Vita residua		
	Forwards e swaps	Opzioni OTC Vendute	Opzioni OTC Comprate		Meno di 1 anno	Fra 1 e 5 anni	Oltre i 5 Anni
<b>Cambi</b>	184,8	61,0	55,4	301,2	259,0	34,4	7,8
<b>Tassi d'interesse</b>	4.292,5	626,2	533,1	5.451,8	2.189,6	2.006,8	1.255,4
<b>Azioni</b>	2,5	78,7	64,5	145,6	39,7	79,9	26,1

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI DI CAMBIO (1) (2)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2005; miliardi di dollari)

Strumenti	Dollaro	Euro	Yen	Sterlina	Altre	TOTALE
<b>Contratti a termine e swap in valuta</b>	139,1	132,0	12,1	10,7	17,1	155,5
<b>Currency swaps</b>	15,6	28,5	1,4	9,1	4,0	29,3
<b>Opzioni OTC (3)</b>	100,9	63,8	51,5	3,3	13,5	116,5
<i>Vendute</i>	53,3	33,2	27,3	1,8	6,5	61,0
<i>Acquistate</i>	47,6	30,6	24,2	1,5	7,0	55,4
<b>TOTALE</b>	255,6	224,3	65,0	23,1	34,6	301,2

(1) Eventuali discrepanze tra i dati contenuti nelle tavole sono dovute agli arrotondamenti.

(2) Poiché vengono computate entrambe le valute che compongono ogni transazione, la somma dei contratti classificati per valuta (prime 5 colonne) risulta per definizione doppia rispetto al totale complessivo (ultima colonna).

(3) Per opzioni acquistate si intendono i contratti in forza dei quali l'acquirente detiene la facoltà di acquistare (call) o di vendere (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato. Le opzioni vendute sono i contratti in forza dei quali l'emittente si impegna a vendere (call) o ad acquistare (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato.

Tavola 6 - ITALIA - Credit default swaps in essere a dicembre 2005										
in miliardi di dollari USA										
	Valore nozionale								Valore di mercato lordo positivo	Valore di mercato lordo negativo
	Vita residua									
	Totale		meno di 1 anno		fra 1 e 5 anni		oltre i 5 anni			
	CDS comprati	CDS venduti	CDS comprati	CDS venduti	CDS comprati	CDS venduti	CDS comprati	CDS venduti	CDS comprati	
<b>Tutti i contratti</b>	62,235	63,424	9,846	9,883	39,285	40,202	13,104	13,339	1,068	1,045
Tutte le controparti di cui: istituzioni finanziarie	62,160	63,229	9,846	9,859	39,223	40,037	13,091	13,333	1,065	1,041
<b>Riferiti ad un singolo debitore</b>	39,326	38,573	7,000	6,979	26,225	24,454	6,101	7,140	934	949
Tutte le controparti di cui: istituzioni finanziarie	39,251	38,378	7,000	6,955	26,163	24,289	6,088	7,134	931	945
<b>Riferiti a basket di debitori</b>	22,909	24,851	2,846	2,904	13,060	15,748	7,003	6,199	134	96
Tutte le controparti di cui: istituzioni finanziarie	22,909	24,851	2,846	2,904	13,060	15,748	7,003	6,199	134	96



## BANCA D'ITALIA

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

## Comunicato Stampa

DIFFUSO A CURA DEL SERVIZIO SEGRETERIA PARTICOLARE

*Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2004*

La Banca d'Italia comunica le informazioni relative alle posizioni in essere a fine dicembre 2004 sui contratti derivati *over-the-counter* (OTC) di un campione composto dai gruppi bancari italiani maggiormente operativi nel comparto.<sup>1</sup> Tale indagine, che ha preso avvio nel 1998, è effettuata per iniziativa del *Committee on the Global Financial System*, che si riunisce a Basilea, presso la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), sotto l'egida del Comitato dei governatori delle banche centrali del Gruppo dei 10 (G-10). L'indagine prevede la rilevazione semestrale di statistiche sui derivati OTC su base consolidata presso un campione di banche e intermediari finanziari con sede nei paesi del G-10<sup>2</sup>. Tale rilevazione si fonda sulle raccomandazioni del Rapporto "*Proposals for improving global derivatives market statistics*", presentato dal suddetto Comitato nel luglio 1996.

Oggetto della rilevazione sono il valore nozionale e il valore lordo di mercato<sup>3</sup> (positivo e negativo) dei contratti derivati su:

- a) tassi di cambio;<sup>4</sup>
- b) tassi d'interesse;
- c) azioni e indici azionari (*equity-linked*), merci;
- d) (a partire da dicembre 2004) *credit default swaps*.

Per ciascuna tipologia di contratti è inoltre richiesta la suddivisione per classi di vita residua ("fino ad un anno", "tra 1 anno e 5 anni" e "oltre 5 anni").

**1. I derivati finanziari.**<sup>5</sup> L'evidenza relativa al mercato italiano indica, con riferimento ai derivati finanziari, un incremento dell'attività in derivati OTC che è inferiore a quello osservabile negli altri paesi: per l'Italia l'ammontare in dollari USA dei contratti aperti è cresciuto nel corso del secondo semestre del 2004 del 6 per cento (tav. 1), per il complesso dei paesi del G-10 del 13; nella precedente rilevazione<sup>6</sup> (primo semestre 2004) gli incrementi erano stati pari, rispettivamente, al 9 e al 12 per cento. Il valore nozionale dei contratti in essere presso le banche italiane rappresenta ancora una piccola proporzione dell'intero campione dei paesi del G-10 (2,1 per cento).

1 A fine 2004 circa l'80 per cento delle operazioni in derivati finanziari e creditizi condotte da gruppi bancari italiani faceva capo a soggetti inclusi nel campione.

2 Come di consueto, i risultati a livello globale sono pubblicati dalla BRI e sono disponibili sul sito Internet [www.bis.org](http://www.bis.org).

3 Oltre al valore lordo di mercato sono richieste informazioni anche sul valore di mercato al netto dell'effetto di accordi di compensazione bilaterale o di altri meccanismi tesi alla riduzione del rischio di credito; la grandezza così calcolata configura per le banche segnalanti un'esposizione creditizia, se positiva, oppure una passività, se negativa.

4 In questa categoria vengono rilevate anche le posizioni in derivati sull'oro. Essendo di grandezza trascurabile, queste ultime non vengono tuttavia contabilizzate in questa sede.

5 Per derivati finanziari si intendono, in questa sede, quelli che coprono dai rischi di mercato: derivati su tassi di cambio, tassi d'interesse, azioni e merci.

6 Si veda il comunicato stampa della Banca d'Italia del 13 gennaio 2005.

I contratti relativi a tassi d'interesse, che predominano per dimensione, sono aumentati nel semestre considerato del 6 per cento. I tre strumenti che si annoverano tra i derivati su tassi d'interesse (tav. 4), hanno evidenziato andamenti differenziati: le opzioni su tassi d'interesse hanno registrato un incremento particolarmente sostenuto (36 per cento); gli swap, i più importanti per consistenza, sono diminuiti del 9 per cento; i *forward rate agreements* sono aumentati del 2 per cento.

L'ammontare di derivati su tassi di cambio, secondo comparto per importanza, ha segnato un rialzo pari al 6 per cento, mentre i derivati su azioni e merci, di dimensione più limitata, sono calati dell'1 per cento (tav. 1).

Le informazioni relative alle controparti (tav. 3) mostrano che i contratti derivati OTC continuano a essere posti in essere prevalentemente con istituzioni finanziarie ("intermediari partecipanti alla rilevazione" e "altri intermediari finanziari"). Le categorie di contratti nella quale la quota delle controparti non finanziarie è più elevata sono quelle relative ai cambi e alle azioni (il 13 e il 16 per cento, rispettivamente, contro il 6 per cento per i derivati su tassi d'interesse).

Dalla rilevazione emerge, inoltre, che:

- tra i derivati su tassi d'interesse (tav. 4) gli "*interest rate swaps*" rappresentano, in termini di valore nozionale, circa il 63 per cento di tutti i derivati in essere in Italia; l'euro rimane la valuta più utilizzata, seguito, a lunga distanza, dal dollaro. Circa il 37 per cento dei derivati su tassi d'interesse ha vita residua superiore all'anno (tav. 2);
- i contratti derivati su tassi di cambio (tav. 5) continuano, per l'87 per cento, a riguardare il dollaro USA o l'euro. A differenza dei derivati su tassi di interesse, la cui vita residua è distribuita anche su scadenze di medio e lungo periodo, quelli relativi a tassi di cambio hanno, nella quasi totalità, scadenza inferiore all'anno (tav. 2);
- il mercato dei derivati su titoli e indici azionari è composto quasi interamente di opzioni, il 72 per cento delle quali ha vita residua superiore all'anno (tav. 2);
- il campione rilevato fa registrare un valore lordo di mercato positivo superiore a quello negativo (78,8 e 75,3 miliardi di dollari, rispettivamente).<sup>7</sup>

**2. I derivati su crediti.** A partire dal presente comunicato la Banca d'Italia pubblica, di concerto con la BRI, i dati relativi alle posizioni in essere su *credit default swaps*<sup>8</sup> (CDS) di un campione di banche italiane (cfr. tav. 6). Alla fine del 2004 il valore nozionale dei CDS venduti era pari a 55,4 miliardi di dollari, quello dei CDS comprati era di poco inferiore (51,3 miliardi); quasi tutti questi contratti avevano per controparte un'istituzione finanziaria. Il 57 per cento dei CDS comprati era riferito a un singolo debitore (*single-name CDS*), la quota rimanente a un paniere di debitori (*multi-name CDS*); nel caso dei CDS venduti le proporzioni tra le due tipologie non erano dissimili. In termini di scadenza dei contratti sottostanti, circa due terzi dei CDS comprati e venduti avevano vita residua compresa tra 1 e 5 anni. Il valore netto di mercato di tutti i contratti in essere era positivo e pari a 33 milioni di dollari. Anche nel caso dei derivati su crediti, il valore nozionale dei contratti in essere presso le banche italiane rappresenta una minima proporzione dell'intero campione dei paesi del G-10 (1,2 per cento).

Roma, 6 luglio 2005

<sup>7</sup> I valori lordi di mercato, che rappresentano un indicatore del rischio di controparte, misurano il costo di rimpiazzo dei contratti in essere qualora questi ultimi fossero stati regolati il giorno della rilevazione (in questo caso, il 31 dicembre 2004).

<sup>8</sup> I *credit default swaps* (CDS) sono contratti bilaterali in cui il soggetto (*protection buyer*) che intende acquisire copertura dal rischio di credito relativo a una attività finanziaria sottostante (*reference obligation*) paga un premio al venditore di protezione (*protection seller*) che a sua volta si impegna ad un pagamento finale in caso di inadempienza da parte del soggetto cui fa capo la *reference obligation*.

Tavola 1

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CATEGORIA DI RISCHIO (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Fine dicembre 2004	Quota %	Fine giugno 2004	Quota %
<b>Cambi</b>	247,1	4,7	232,4	4,6
<b>Tassi d'interesse</b>	4.905,3	92,8	4.632,4	92,7
<b>Azioni e merci</b>	132,9	2,5	134,5	2,7
<b>TOTALE</b>	5.285,3	100,0	4.999,3	100,0

Tavola 2

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER STRUMENTI E VITA RESIDUA (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2004; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Strumenti			TOTALE	Vita residua		
	Forwards e swaps	Opzioni OTC Vendute	Opzioni OTC Comperate		Meno di 1 anno	Fra 1 e 5 anni	Oltre i 5 Anni
<b>Cambi</b>	192,7	26,6	27,9	247,1	200,9	32,1	14,1
<b>Tassi d'interesse</b>	3.927,2	576,3	401,8	4.905,3	1.794,6	2.277,0	833,7
<b>Azioni</b>	1,8	79,2	51,9	132,8	36,6	76,9	19,3

Tavola 3

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CONTROPARTE (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2004; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Istituzioni finanziarie		Istituzioni non finanziarie	
	Importo	Quota %	Importo	Quota %
<b>Cambi</b>	214,5	86,8	32,6	13,2
<b>Tassi d'interesse</b>	4.629,8	94,4	275,4	5,6
<b>Azioni</b>	111,4	83,8	21,5	16,2

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI D'INTERESSE (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2004; miliardi di dollari)

<b>Strumenti</b>	<b>Dollaro</b>	<b>Euro</b>	<b>Yen</b>	<b>Sterlina</b>	<b>Altre</b>	<b>TOTALE</b>
<b>Forward rate agreements</b>	107,3	469,2	0,0	0,9	0,8	578,2
<b>Swaps</b>	310,0	2.986,6	6,4	16,4	29,6	3.349,0
<b>Opzioni OTC</b>	110,8	866,3	0,1	0,3	0,6	978,1
<i>Vendute</i>	70,8	504,9	0,1	0,1	0,4	576,3
<i>Comprate</i>	40,0	361,4	0,0	0,2	0,2	401,8
<b>TOTALE</b>	528,1	4.322,1	6,5	17,6	31,0	4.905,3

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI DI CAMBIO (1) (2)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2004; miliardi di dollari)

<b>Strumenti</b>	<b>Dollaro</b>	<b>Euro</b>	<b>Yen</b>	<b>Sterlina</b>	<b>Altre</b>	<b>TOTALE</b>
<b>Contratti a termine e swap in valuta</b>	130,9	129,4	11,8	12,6	16,3	150,5
<b>Currency swaps</b>	21,1	51,7	1,2	5,6	4,6	42,1
<b>Opzioni OTC</b>	49,5	47,6	8,5	1,2	2,1	54,4
<i>Vendute</i>	24,9	22,6	4,1	0,6	1,0	26,6
<i>Comprate</i>	24,6	25,0	4,4	0,6	1,1	27,9
<b>TOTALE</b>	201,5	228,7	21,5	19,4	23,0	247,1

(1) Eventuali discrepanze tra i dati contenuti nelle tavole sono dovute agli arrotondamenti.

(2) Poiché vengono computate entrambe le valute che compongono ogni transazione, la somma dei contratti classificati per valuta (prime 5 colonne) risulta per definizione doppia rispetto al totale complessivo (ultima colonna).







# BANCA D'ITALIA

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

## Comunicato Stampa

DIFFUSO A CURA DEL SERVIZIO SEGRETERIA PARTICOLARE

### *Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2003*

La Banca d'Italia comunica le informazioni relative alle posizioni in essere a fine dicembre 2003 sui contratti derivati *over-the-counter* (OTC) di un campione di banche italiane. Tale indagine, che ha preso avvio nel 1998, è effettuata per iniziativa del *Committee on the Global Financial System*, che si riunisce a Basilea, presso la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), sotto l'egida del Comitato dei governatori delle banche centrali del Gruppo dei 10 (G-10). L'indagine prevede la rilevazione semestrale di statistiche sui derivati OTC su base consolidata presso un campione di banche e intermediari finanziari con sede nei paesi del G-10<sup>1</sup>. Tale rilevazione si fonda sulle raccomandazioni del Rapporto "*Proposals for improving global derivatives market statistics*", presentato dal suddetto Comitato nel luglio 1996.

Oggetto della rilevazione sono il valore nozionale e il valore lordo di mercato<sup>2</sup> (positivo e negativo) dei contratti derivati su:

- a) tassi di cambio,<sup>3</sup>
- b) tassi d'interesse,
- c) azioni e indici azionari (*equity-linked*), merci.

Per ciascuna tipologia di contratti è inoltre richiesta la suddivisione per classi di vita residua ("fino ad un anno", "tra 1 anno e 5 anni" e "oltre 5 anni").

L'evidenza relativa al mercato italiano indica un incremento dell'attività in derivati OTC in linea con quello osservabile negli altri paesi: per l'Italia l'ammontare in dollari USA dei contratti aperti è cresciuto nel corso del secondo semestre del 2003 del 17 per cento (tav. 1), per il complesso dei paesi del G-10 del 16; nella precedente rilevazione<sup>4</sup> (primo semestre 2003) gli incrementi erano stati pari, rispettivamente, al 34 e al 20 per cento. Il ritorno a tassi di crescita più in linea con l'esperienza passata è riconducibile alla riduzione dell'incertezza sui mercati internazionali delle obbligazioni pubbliche – nella prima metà dell'anno questi erano stati investiti da forti turbolenze – che ha attenuato la domanda di copertura dal rischio di interesse da parte degli investitori. Sebbene negli ultimi anni la dinamica del mercato italiano sia stata mediamente superiore a quella del resto dell'area, riflettendo anche la progressiva riduzione del divario nel ricorso agli strumenti derivati rispetto ad altri paesi con sistemi finanziari più maturi, il valore nozionale dei contratti in essere presso le banche italiane rappresenta ancora una piccola porzione dell'intero campione dei paesi del G-10 (2,3 per cento).

<sup>1</sup> Come di consueto, i risultati a livello globale sono pubblicati dalla BRI e sono disponibili sul sito Internet [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>2</sup> Oltre al valore lordo di mercato sono richieste informazioni anche sul valore di mercato al netto dell'effetto di accordi di compensazione bilaterale o di altri meccanismi tesi alla riduzione del rischio di credito; la grandezza così calcolata configura per le banche segnalanti un'esposizione creditizia, se positiva, oppure una passività, se negativa.

<sup>3</sup> In questa categoria vengono rilevate anche le posizioni in derivati sull'oro. Essendo di grandezza trascurabile, queste ultime non vengono tuttavia contabilizzate in questa sede.

<sup>4</sup> Si veda il comunicato stampa della Banca d'Italia dell'8 gennaio 2004.

I contratti relativi a tassi d'interesse, che predominano per dimensione, sono aumentati nel semestre considerato del 19 per cento. Dei tre strumenti che si annoverano tra i derivati su tassi d'interesse (tav. 4), gli swap, i più importanti per consistenza, sono aumentati del 12 per cento; le opzioni su tassi d'interesse e i *forward rate agreements* hanno registrato un incremento più sostenuto (39 e 43 per cento, rispettivamente).

L'ammontare di derivati su tassi di cambio, secondo comparto per importanza, ha segnato un nuovo calo, pari al 12 per cento, mentre i derivati su azioni e merci, sia pure di dimensione limitata, sono aumentati del 18 per cento (tav. 1).

Le informazioni relative alle controparti (tav. 3) mostrano che i contratti derivati OTC continuano a essere posti in essere prevalentemente con istituzioni finanziarie ("intermediari partecipanti alla rilevazione" e "altri intermediari finanziari"). Le categorie di contratti nella quale la quota delle controparti non finanziarie è più elevata sono quelle relative ai cambi e alle azioni (il 22 e il 15 per cento, rispettivamente); viceversa, solo il 6 per cento dei derivati su tassi d'interesse ha per controparte una istituzione non finanziaria.

Dalla rilevazione emerge, inoltre, che:

- tra i derivati su tassi d'interesse (tav. 4) gli "*interest rate swaps*" rappresentano, in termini di valore nozionale, circa il 67 per cento di tutti i derivati in essere in Italia; l'euro rimane la valuta più utilizzata, seguito, a lunga distanza, dal dollaro e dalla sterlina. Circa il 52 per cento dei derivati su tassi d'interesse ha vita residua superiore all'anno (tav. 2);
- i contratti derivati su tassi di cambio (tav. 5) continuano per l'84 per cento a riguardare la coppia di valute euro/dollaro USA. A differenza dei derivati su tassi di interesse, la cui vita residua è distribuita anche su scadenze di medio e lungo periodo, quelli relativi a tassi di cambio hanno, nella quasi interezza, scadenza inferiore all'anno (tav. 2);
- il mercato dei derivati su titoli e indici azionari è composto quasi interamente di opzioni, l'83 per cento delle quali ha vita residua superiore all'anno (tav. 2);
- il campione rilevato fa registrare un valore lordo di mercato (non riportato nelle tavole) positivo superiore a quello negativo (54,0 e 47,2 miliardi di dollari, rispettivamente); come è noto, i valori lordi di mercato misurano il costo di rimpiazzo dei contratti in essere qualora questi ultimi fossero stati regolati il giorno della rilevazione (in questo caso, il 31 dicembre 2003). I valori di mercato, che rappresentano un indicatore del rischio di controparte, rimangono di dimensione trascurabile se commisurate al valore nozionale dei contratti in essere, in linea con quanto si osserva negli altri paesi dell'area.

Roma, 22 giugno 2004

Tavola 1

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CATEGORIA DI RISCHIO (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Fine dicembre 2003	Quota %	Fine giugno 2003	Quota %
<b>Cambi</b>	207,2	4,5	235,9	10,4
<b>Tassi d'interesse</b>	4.241,3	92,4	3.565,7	87,4
<b>Azioni e merci</b>	139,9	3,1	118,5	2,2
<b>TOTALE</b>	4.588,4	100,0	3.920,1	100,0

Tavola 2

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER STRUMENTI E VITA RESIDUA (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2003; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Strumenti			TOTALE	Vita residua		
	Forwards e swaps	Opzioni OTC Vendute	Opzioni OTC Comprate		Meno di 1 anno	Fra 1 e 5 anni	Oltre i 5 anni
<b>Cambi</b>	155,2	25,7	26,3	207,2	189,3	16,7	1,2
<b>Tassi d'interesse</b>	3.629,6	331,4	280,3	4.241,3	2.053,2	1.558,5	629,6
<b>Azioni</b>	1,5	86,1	52,2	139,8	23,4	100,4	16,0

Tavola 3

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CONTROPARTE (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2003; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Istituzioni finanziarie		Istituzioni non finanziarie	
	Importo	Quota %	Importo	Quota %
<b>Cambi</b>	162,3	78,4	44,8	21,6
<b>Tassi d'interesse</b>	3.979,0	93,8	262,3	6,2
<b>Azioni</b>	118,6	84,8	21,3	15,2

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI D'INTERESSE (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2003; miliardi di dollari)

<b>Strumenti</b>	<b>Dollaro</b>	<b>Euro</b>	<b>Yen</b>	<b>Sterlina</b>	<b>Altre</b>	<b>TOTALE</b>
<b>Forward rate agreements</b>	176,5	393,3	0,0	3,0	3,9	576,8
<b>Swaps</b>	320,9	2.682,1	4,4	26,3	19,0	3.052,8
<b>Opzioni OTC</b>	79,8	530,7	0,1	0,2	0,9	611,7
<i>Vendute</i>	51,5	279,2	0,0	0,2	0,5	331,4
<i>Comprate</i>	28,3	251,5	0,1	0,0	0,4	280,3
<b>TOTALE</b>	577,2	3.606,1	4,5	29,5	23,8	4.241,3

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI DI CAMBIO (1) (2)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2003; miliardi di dollari)

<b>Strumenti</b>	<b>Dollaro</b>	<b>Euro</b>	<b>Yen</b>	<b>Sterlina</b>	<b>Altre</b>	<b>TOTALE</b>
<b>Contratti a termine e swap in valuta</b>	117,7	106,8	11,9	24,0	12,9	136,6
<b>Currency swaps</b>	13,1	15,0	1,4	1,5	6,1	18,6
<b>Opzioni OTC</b>	45,1	52,0	3,3	1,4	2,2	52,0
<i>Vendute</i>	22,8	25,2	1,6	0,7	1,1	25,7
<i>Comprate</i>	22,3	26,8	1,7	0,7	1,1	26,3
<b>TOTALE</b>	175,9	173,8	16,6	26,9	21,2	207,2

(1) Eventuali discrepanze tra i dati contenuti nelle tavole sono dovute agli arrotondamenti.

(2) Poiché vengono computate entrambe le valute che compongono ogni transazione, la somma dei contratti classificati per valuta (prime 5 colonne) risulta per definizione doppia rispetto al totale complessivo (ultima colonna).

## BANCA D'ITALIA

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

## Comunicato Stampa

DIFFUSO A CURA DEL SERVIZIO SEGRETERIA PARTICOLARE

*Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2002*

La Banca d'Italia comunica le informazioni relative alle posizioni in essere a fine dicembre 2002 sui contratti derivati *over-the-counter* (OTC) di un campione di banche italiane. Tale indagine, giunta alla decima edizione, è effettuata per iniziativa del *Committee on the Global Financial System*, che si riunisce a Basilea, presso la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), sotto l'egida del Comitato dei governatori delle banche centrali del Gruppo dei 10 (G-10). L'indagine prevede la rilevazione semestrale di statistiche sui derivati OTC su base consolidata presso un campione di banche e intermediari finanziari con sede nei paesi del G-10<sup>1</sup>. Tale rilevazione si fonda sulle raccomandazioni del Rapporto "*Proposals for improving global derivatives market statistics*", presentato dal suddetto Comitato nel luglio 1996.

Oggetto della rilevazione sono il valore nozionale e il valore lordo di mercato<sup>2</sup> (positivo e negativo) dei contratti derivati su:

- a) tassi di cambio,<sup>3</sup>
- b) tassi d'interesse,
- c) azioni e indici azionari (*equity-linked*), merci.

Per ciascuna tipologia di contratti è inoltre richiesta la suddivisione per classi di vita residua ("fino ad un anno", "tra 1 anno e 5 anni" e "oltre 5 anni").

L'evidenza relativa al mercato italiano indica un incremento dell'attività in derivati OTC in linea con quello osservabile negli altri paesi: per l'Italia l'ammontare in dollari USA dei contratti aperti è cresciuto nel corso del secondo semestre del 2002 del 12 per cento (tav. 1), per il complesso dei paesi del G-10 dell'11; nella precedente rilevazione<sup>4</sup> (primo semestre 2002) gli incrementi erano stati pari, rispettivamente, al 30 e al 15 per cento. La dinamica del mercato italiano, che rimane sostenuta, riflette soprattutto l'evoluzione del comparto relativo ai tassi d'interesse, in un contesto caratterizzato da un'elevata variabilità dei tassi d'interesse a lungo termine e da attese di un allentamento delle condizioni monetarie.

I contratti relativi a tassi d'interesse, che predominano per dimensione, sono aumentati nel semestre considerato del 14 per cento. Dei tre strumenti che si annoverano tra i derivati su tassi d'interesse (tav. 4), gli swap, i più importanti per consistenza, sono aumentati del 16 per cento; le opzioni su tassi d'interesse e i *forward rate agreements* hanno registrato un incremento più modesto (7 per cento ciascuno).

<sup>1</sup> Come di consueto, i risultati a livello globale sono pubblicati dalla BRI e sono disponibili sul sito Internet [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>2</sup> Oltre al valore lordo di mercato sono richieste informazioni anche sul valore di mercato al netto dell'effetto di accordi di compensazione bilaterale o di altri meccanismi tesi alla riduzione del rischio di credito; la grandezza così calcolata configura per le banche segnalanti un'esposizione creditizia, se positiva, oppure una passività, se negativa.

<sup>3</sup> In questa categoria vengono rilevate anche le posizioni in derivati sull'oro. Essendo di grandezza trascurabile, queste ultime non vengono tuttavia contabilizzate in questa sede.

<sup>4</sup> Si veda il comunicato stampa della Banca d'Italia del 20 dicembre 2002.

L'ammontare di derivati su tassi di cambio, secondo comparto per importanza, ha segnato un calo pari al 7 per cento, mentre i derivati su azioni e merci, sia pure di dimensione trascurabile, sono aumentati del 30 per cento (tav. 1).

Le informazioni relative alle controparti (tav. 3) mostrano che i contratti derivati OTC continuano a essere posti in essere prevalentemente con istituzioni finanziarie ("intermediari partecipanti alla rilevazione" e "altri intermediari finanziari"). La categoria di contratti nella quale la quota delle controparti non finanziarie è più elevata è quella relativa alle azioni (27 per cento); viceversa, solo il 6 per cento dei derivati su tassi d'interesse ha per controparte una istituzione non finanziaria.

Dalla rilevazione emerge, inoltre, che:

- nel segmento dei derivati su tassi d'interesse (tav. 4) gli "*interest rate swaps*" rappresentano, in termini di valore nozionale, il 66 per cento di tutti i derivati in essere in Italia; l'euro rimane la valuta più utilizzata, seguito, a lunga distanza, dal dollaro e dalla sterlina. Circa il 43 per cento di tali contratti ha vita residua superiore all'anno (tav. 2);
- i contratti derivati su tassi di cambio (tav. 5) continuano per la quasi totalità a riguardare la coppia di valute euro/dollaro USA. A differenza dei derivati su tassi di interesse, la cui vita residua è distribuita anche su scadenze di medio e lungo periodo, quelli relativi a tassi di cambio hanno, nella quasi interezza, scadenza inferiore all'anno (tav. 2);
- il mercato dei derivati su titoli e indici azionari è composto quasi interamente di opzioni, l'85 per cento delle quali ha vita residua superiore all'anno (tav. 2);
- il campione rilevato fa registrare un valore di mercato (non riportato nelle tavole) positivo lievemente superiore a quello negativo (38,3 e 37,4 miliardi di dollari, rispettivamente); queste grandezze sono peraltro di dimensione trascurabile, in linea con quanto si osserva negli altri paesi dell'area, rispetto al valore nozionale dei contratti in essere.

Roma, 4 luglio 2003



Tavola 1

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CATEGORIA DI RISCHIO (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Fine dicembre 2002	Quota %	Fine giugno 2002	Quota %
<b>Cambi</b>	251,6	8,6	271,4	10,4
<b>Tassi d'interesse</b>	2.597,4	88,9	2.287,0	87,4
<b>Azioni e merci</b>	74,3	2,5	57,2	2,2
<b>TOTALE</b>	2.923,3	100,0	2.615,6	100,0

Tavola 2

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER STRUMENTI E VITA RESIDUA (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2002; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Strumenti			TOTALE	Vita residua		
	Forwards e swaps	Opzioni OTC Vendute	Opzioni OTC Comperate		Meno di 1 anno	Fra 1 e 5 anni	Oltre i 5 anni
<b>Cambi</b>	217,9	17,3	16,4	251,6	238,0	12,0	1,7
<b>Tassi d'interesse</b>	2.244,5	201,5	151,4	2.597,4	1.487,0	745,4	364,9
<b>Azioni</b>	6,4	37,8	30,1	74,2	11,2	53,1	9,9

Tavola 3

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CONTROPARTE (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2002; miliardi di dollari)

Categoria di rischio	Istituzioni finanziarie		Istituzioni non finanziarie	
	Importo	Quota %	Importo	Quota %
<b>Cambi</b>	216,2	85,9	35,4	14,1
<b>Tassi d'interesse</b>	2.437,9	93,9	159,5	6,1
<b>Azioni</b>	54,3	73,2	19,9	26,8

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI D'INTERESSE (1)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2002; miliardi di dollari)

<b>Strumenti</b>	<b>Dollaro</b>	<b>Euro</b>	<b>Yen</b>	<b>Sterlina</b>	<b>Altre</b>	<b>TOTALE</b>
<b>Forward rate agreements</b>	93,8	203,9	-	5,3	7,4	310,3
<b>Swaps</b>	285,0	1.588,8	5,1	45,0	10,3	1.934,2
<b>Opzioni OTC</b>	27,1	324,4	0,1	0,3	1,0	352,9
<i>Vendute</i>	22,8	177,9	0,05	0,2	0,5	201,5
<i>Comprate</i>	4,3	146,5	0,08	0,1	0,4	151,4
<b>TOTALE</b>	405,9	2.117,1	5,2	50,6	18,7	2.597,4

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI DI CAMBIO (1) (2)**  
(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2002; miliardi di dollari)

<b>Strumenti</b>	<b>Dollaro</b>	<b>Euro</b>	<b>Yen</b>	<b>Sterlina</b>	<b>Altre</b>	<b>TOTALE</b>
<b>Contratti a termine e swap in valuta</b>	143,7	127,3	15,8	18,5	18,0	161,7
<b>Currency swaps</b>	45,5	27,9	1,6	2,2	35,4	56,3
<b>Opzioni OTC</b>	27,0	30,4	6,8	2,0	1,2	33,7
<i>Vendute</i>	13,8	15,5	3,7	1,0	0,5	17,3
<i>Comprate</i>	13,1	14,9	3,1	1,0	0,7	16,4
<b>TOTALE</b>	216,2	185,6	24,2	22,7	54,6	251,7

(1) Eventuali discrepanze tra i dati contenuti nelle tavole sono dovute agli arrotondamenti.

(2) Poiché vengono computate entrambe le valute che compongono ogni transazione, la somma dei contratti classificati per valuta (prime 5 colonne) risulta per definizione doppia rispetto al totale complessivo (ultima colonna).

# BANCA D'ITALIA

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

## *Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2001*

La Banca d'Italia comunica le informazioni relative alle posizioni in essere a fine dicembre 2001 sui contratti derivati *over-the-counter* (OTC) di un campione di banche italiane. Tale indagine, giunta alla ottava edizione<sup>1</sup>, è effettuata per iniziativa del *Committee on the Global Financial System*, che si riunisce a Basilea, presso la BRI, sotto l'egida del Comitato dei governatori delle banche centrali del Gruppo dei 10 (G-10). L'indagine prevede la rilevazione semestrale di statistiche sui derivati OTC su base consolidata presso un campione di banche e intermediari finanziari con sede nei paesi del G-10<sup>2</sup>. Tale rilevazione si fonda sulle raccomandazioni del Rapporto "*Proposals for improving global derivatives market statistics*", presentato dal suddetto Comitato nel luglio 1996.

Oggetto della rilevazione sono il valore nozionale e il valore lordo di mercato<sup>3</sup> (positivo e negativo) dei contratti derivati su:

- a) tassi di cambio,<sup>4</sup>
- b) tassi d'interesse,
- c) azioni e indici azionari (*equity-linked*), merci.

Per ciascuna tipologia di contratti sono inoltre richieste la suddivisione per classi di vita residua ("fino ad un anno", "tra 1 anno e 5 anni" e "oltre 5 anni").

L'evidenza relativa al mercato italiano indica, anche in questa rilevazione, un incremento dell'attività in derivati maggiore di quello osservabile negli altri paesi: per l'Italia l'ammontare dei contratti aperti è cresciuto nel corso del secondo semestre del 2001 del 17 per cento (tav. 1), per il complesso dei paesi del G-10 dell'11. La dinamica sostenuta, che ha interessato soprattutto il comparto relativo ai tassi d'interesse, è ascrivibile, oltre che alla progressiva riduzione del divario rispetto ad altri paesi con sistemi finanziari più maturi, all'aumento della domanda, anche da parte della clientela non bancaria, a fini di copertura dal rischio di interesse in un periodo di elevata incertezza e per migliorare il rendimento del proprio portafoglio. In particolare, i contratti relativi a tassi d'interesse, che predominano per dimensione, sono aumentati nel semestre considerato del 20 per cento. Dei tre strumenti che si annoverano tra i derivati su tassi d'interesse (tav. 3), gli swap, i più importanti per consistenza, sono aumentati del 15 per cento; i *forward rate agreements* e le opzioni su tassi d'interesse sono cresciuti, rispettivamente, del 49 e del 14 per cento.

<sup>1</sup> Per i dati relativi a fine giugno 2001 si veda il comunicato stampa della Banca d'Italia del 22 gennaio 2002.

<sup>2</sup> Come di consueto, i risultati a livello globale sono pubblicati dalla Banca dei Regolamenti Internazionali e sono disponibili sul sito Internet [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>3</sup> Oltre al valore lordo di mercato sono richieste informazioni anche sul valore di mercato al netto dell'effetto di accordi di compensazione bilaterale o di altri meccanismi tesi alla riduzione del rischio di credito; la grandezza così calcolata configura per le banche segnalanti un'esposizione creditizia, se positiva, oppure una passività, se negativa.

<sup>4</sup> In questa categoria vengono rilevate anche le posizioni in derivati sull'oro. Essendo di grandezza trascurabile, queste ultime non vengono tuttavia contabilizzate in questa sede. Le posizioni in derivati sui tassi di cambio sono pertanto al netto dei derivati sull'oro.

L'ammontare di derivati su tassi di cambio, secondo comparto per importanza, è rimasto pressoché invariato mentre i derivati su azioni e merci, sia pure di dimensione trascurabile, sono aumentati del 23 per cento (tav. 1).

Le informazioni relative alle controparti (non riportate nelle tavole) mostrano che i contratti derivati continuano a essere posti in essere prevalentemente con controparti istituzionali (“intermediari partecipanti alla rilevazione” e “altri intermediari finanziari”). Dalla rilevazione emerge, inoltre, che:

- nel segmento dei derivati su tassi d'interesse (tav. 3) gli “*interest rate swaps*” rappresentano, in termini di valore nozionale, oltre il 60 per cento di tutti i derivati in essere in Italia. L'euro rimane la valuta più utilizzata, seguito, a lunga distanza, dal dollaro e dalla sterlina. Oltre un terzo di tali contratti ha vita residua superiore all'anno.
- i contratti derivati su tassi di cambio (tav. 4) rimangono per la quasi totalità relativi alla coppia di valute euro/dollaro USA. Peraltro, nel corso del secondo semestre del 2001 si è osservato un incremento della quota di contratti che hanno per controparte l'euro e lo yen a scapito di quelli in sterline. A differenza dei derivati su tassi di interesse, la cui vita residua è distribuita anche su scadenze di medio e lungo periodo, quelli relativi a tassi di cambio hanno, nella quasi interezza, scadenza inferiore all'anno (tav. 2);
- il mercato dei derivati su titoli e indici azionari è composto quasi interamente di opzioni, quattro quinti delle quali ha vita residua superiore all'anno (tav. 2); tali contratti hanno, nella quasi totalità, un sottostante riferito ai mercati azionari europei;
- il campione rilevato fa registrare un valore di mercato (non riportato nelle tavole) positivo inferiore a quello negativo; queste grandezze sono peraltro di dimensione trascurabile, in linea con quanto si osserva negli altri paesi dell'area, rispetto al valore nozionale dei contratti in essere.

Roma, 7 giugno 2002

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CATEGORIA DI RISCHIO**  
**(ammontari nominali o nozionali in essere)**  
*(in milioni di dollari Usa)*

<b>Categoria di rischio</b>	<b>Fine dicembre 2001</b>	<b>Quota %</b>	<b>Fine giugno 2001</b>	<b>Quota %</b>
Cambi	246.226	12,2	247.422	14,4
Tassi d'interesse	1.724.257	85,7	1.441.733	83,7
Azioni e merci	41.703	2,1	33.921	2,0
<b>Totale</b>	<b>2.012.186</b>	<b>100,00</b>	<b>1.723.076</b>	<b>100,00</b>

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER STRUMENTI E VITA RESIDUA**  
**(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2001)**  
*(in milioni di dollari Usa)*

<b>Categoria di rischio</b>	<b>Strumenti</b>			<b>Totale</b>	<b>Vita residua</b>		
	Forwards e swaps	Opzioni OTC Vendute	Opzioni OTC comprate		Meno di 1 anno	Fra 1 e 5 anni	Oltre i 5 anni
<b>Contratti in cambi</b>	220.572	13.022	12.632	246.226	222.002	13.191	11.033
<b>Contratti su tassi d'interesse</b>	1.511.364	113.945	98.948	1.724.257	1.103.560	406.885	213.812
<b>Contratti su azioni</b>	4.910	17.783	18.928	41.621	7.808	26.620	7.193

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI D'INTERESSE**  
**(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2001)**  
*(in milioni di dollari Usa)*

<b>Strumenti</b>	<b>USD</b>	<b>EUR</b>	<b>GBP</b>	<b>Altre</b>	<b>TOTALE</b>
<b>Forward rate agreements</b>	37.592	236.340	5.335	465	279.732
<b>Swaps</b>	100.784	1.060.068	57.999	12.779	1.231.630
<b>Opzioni OTC</b>	7.502	203.638	308	1.447	212.895
Vendute	5.588	107.170	246	943	113.947
Comprate	1.914	96.468	62	504	98.948
<b>TOTALE</b>	145.878	1.500.046	63.642	14.691	1.724.257

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI DI CAMBIO**  
**(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2001)**  
*(in milioni di dollari Usa)*

<b>Strumenti</b>	<b>USD</b>	<b>EUR</b>	<b>JPY</b>	<b>GBP</b>	<b>Altre</b>	<b>TOTALE</b>
<b>Contratti a termine e swap in valuta</b>	183.363	164.247	14.579	19.143	19.402	200.367
<b>Currency swaps</b>	18.201	14.059	1.864	877	5.405	20.203
<b>Opzioni OTC</b>	21.548	22.433	5.708	1.037	583	25.655
Vendute	10.958	11.295	2.981	519	294	13.024
Comprate	10.590	11.137	2.727	518	289	12.631
<b>TOTALE</b>	223.112	200.739	22.151	21.057	25.390	246.225

N.B. Poiché vengono computate entrambe le valute che compongono ogni transazione, la somma dei contratti classificati per valuta (prime 5 colonne) risulta per definizione doppia rispetto al totale complessivo (ultima colonna). Eventuali discrepanze con i dati contenuti nelle tavv. 1 e 2 sono dovute agli arrotondamenti.

# BANCA D'ITALIA

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

## *Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2000*

La Banca d'Italia comunica le informazioni relative alle posizioni in essere a fine dicembre 2000 sui contratti derivati *over-the-counter* (OTC) di un campione di banche italiane. Tale indagine si inserisce nell'iniziativa promossa nell'ambito del *Committee on the Global Financial System* per la rilevazione semestrale, giunta alla sesta edizione<sup>1</sup>, di statistiche sui derivati OTC su base consolidata presso un campione di banche e intermediari finanziari con sede nei paesi del G-10<sup>2</sup>. Tale rilevazione si fonda sulle raccomandazioni del Rapporto "*Proposals for improving global derivatives market statistics*", presentato dal suddetto Comitato nel luglio 1996.

Oggetto della rilevazione sono il valore nozionale e il valore lordo di mercato (positivo e negativo) dei contratti derivati su:

- a) tassi di cambio<sup>3</sup>
- b) tassi d'interesse
- c) titoli e indici azionari (*equity-linked*)
- d) merci

Per ciascuna tipologia di contratti sono inoltre richieste la suddivisione per classi di vita residua ("fino ad un anno", "tra 1 anno e 5 anni" e "oltre 5 anni") e informazioni sul costo di sostituzione positivo o negativo dei contratti (*current credit exposures and liabilities*); quest'ultimo può differire dal valore lordo di mercato nel caso di accordi di compensazione bilaterale o di altri meccanismi tesi alla riduzione del rischio di credito.

L'evidenza relativa al mercato italiano non si discosta significativamente da quella registrata nelle precedenti rilevazioni; in particolare, per l'Italia:

- l'ammontare dei contratti aperti è cresciuto nel corso del secondo semestre del 2000 del 4,4 per cento (vedi tavola 1), un ritmo superiore a quello registrato dal totale complessivo dei paesi del G-10 (1 per cento);
- i contratti derivati continuano a essere posti in essere quasi esclusivamente con controparti istituzionali ("intermediari partecipanti alla rilevazione" e "altri intermediari finanziari");
- in termini relativi (tavola 1) la tipologia di contratto di gran lunga predominante resta quella relativa al rischio di tasso d'interesse, la cui quota sul totale è salita nel secondo semestre del 2000 di quasi 2 punti percentuali, all'83 per cento; seguono, per dimensione, i contratti relativi ai tassi di

<sup>1</sup> Per i dati relativi a fine giugno 2000 si veda il comunicato stampa della Banca d'Italia del 20 dicembre 2000.

<sup>2</sup> Come di consueto i risultati a livello globale sono pubblicati dalla Banca dei Regolamenti Internazionali e sono disponibili sul sito Internet [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>3</sup> Assieme ai tassi di cambio vengono rilevate anche le posizioni in derivati sull'oro; essendo queste ultime di grandezza trascurabile, non vengono considerate in questa sede. Pertanto le posizioni in derivati sui tassi di cambio sono al netto dei derivati sull'oro.

cambio, la cui quota è calata al 15,2 per cento; quelli relativi ad azioni e merci, la cui quota è rimasta stabile, hanno una rilevanza quasi nulla;

- i contratti derivati su tassi di cambio (tavola 3) rimangono per la quasi totalità relativi alla coppia di valute euro/dollaro USA mentre quelli relativi ad altre valute mantengono una quota del tutto marginale. Peraltro, nel corso del secondo semestre del 2000 si è osservato un calo della quota di contratti che hanno per controparte il dollaro e, in misura minore, l'euro a favore di quelli in yen e in sterline. In larghissima parte tali contratti hanno scadenza residua inferiore all'anno (tavola 2);
- il segmento dei derivati su tassi d'interesse (tavola 4) continua a essere dominato, in termini di valore nozionale, dagli "*interest rate swaps*"; da soli, essi rappresentano i due terzi di tutti i derivati in essere in Italia. L'euro rimane la valuta più utilizzata, seguito, a distanza, dal dollaro e dalla sterlina. A differenza dei derivati su tassi di cambio, concentrati sulle scadenze più brevi, circa metà di quelli relativi a tassi d'interesse ha vita residua superiore all'anno;
- il mercato dei derivati su titoli e indici azionari è composto in prevalenza di opzioni, quasi metà delle quali ha vita residua inferiore all'anno; tali contratti hanno, nella quasi totalità, un sottostante riferito ai mercati azionari europei.
- il campione rilevato fa registrare un valore di mercato negativo superiore a quello positivo; queste grandezze sono peraltro di dimensione trascurabile, in linea con quanto si osserva negli altri paesi dell'area, rispetto al valore nozionale dei contratti in essere.

Roma, 26 giugno 2001



**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CATEGORIA DI RISCHIO**  
**(ammontari nominali o nozionali in essere)**  
*(in milioni di dollari Usa)*

<b>Categoria di rischio</b>	<b>Fine dicembre 2000</b>	<b>Quota %</b>	<b>Fine giugno 2000</b>	<b>Quota %</b>
Cambi	213.589	15,24	222.554	16,58
Tassi d'interesse	1.163.529	83,04	1.093.068	81,43
Azioni e merci	24.000	1,71	26.734	1,99
<b>Totale</b>	<b>1.401.118</b>	<b>100,00</b>	<b>1.342.356</b>	<b>100,00</b>

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER STRUMENTI E VITA RESIDUA**  
**(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2000)**  
*(in milioni di dollari Usa)*

<b>Categoria di rischio</b>	<b>Strumenti</b>			<b>Totale</b>	<b>Vita residua</b>		
	Forwards e swaps	Opzioni OTC vendute	Opzioni OTC comprate		Meno di 1 anno	Fra 1 e 5 anni	Oltre i 5 anni
<b>Contratti in cambi</b>	194.411,5	9.959,5	9.218	213.589	188.949	13.552	11.088
<b>Contratti su tassi d'interesse</b>	1.012.401	82.950	68.178	1.163.529	589.888	378.022	195.619
<b>Contratti su azioni e merci</b>	4.205	8.700	11.095	24.000	9.871	10.890	3.239

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI DI CAMBIO**  
**(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2000)**  
*(in milioni di dollari Usa)*

<b>Strumenti</b>	<b>USD</b>	<b>EUR</b>	<b>JPY</b>	<b>GBP</b>	<b>Altre</b>	<b>TOTALE</b>
<b>Contratti a termine e swap in valuta</b>	158.999	132.096	15.811	26.945	19.309	176.580
<b>Currency swaps</b>	14.215	12.995	2.562	1.090	4.801	17.831,5
<b>Opzioni OTC</b>	14.824	17.022	4.154	1.718	637	19.177,5
Vendute	7.988	8.884	1.801	889	357	9.959,5
Comprate	6.836	8.138	2.353	829	280	9.218
<b>TOTALE</b>	188.038	162.113	22.527	29.753	24.747	213.589

N.B. Poiché vengono computate entrambe le valute che compongono ogni transazione, la somma dei contratti classificati per valuta (prime 5 colonne) risulta per definizione doppia rispetto al totale complessivo (ultima colonna).

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI D'INTERESSE**  
**(ammontari nominali o nozionali in essere al 31 dicembre 2000)**  
*(in milioni di dollari Usa)*

<b>Strumenti</b>	<b>USD</b>	<b>EUR</b>	<b>GBP</b>	<b>Altre</b>	<b>TOTALE</b>
<b>Forward rate agreements</b>	22.457	45.193	13.628	1.736	83.014
<b>Swaps</b>	64.221	780.440	67.616	17.110	929.387
<b>Opzioni OTC</b>	5.064	143.147	963	1.954	151.128
Vendute	3.142	78.075	548	1.185	82.950
Comprate	1.922	65.072	415	769	68.178
<b>TOTALE</b>	91.742	968.780	82.207	20.800	1.163.529

**DELIBERAZIONE n.26/2008**

Repubblica Italiana

la

Corte dei Conti

Sezione regionale di controllo per il Molise

nell'adunanza del 21 aprile 2008

\*\*\*\*\*

composta dai magistrati:

dott. Mario Casaccia	Presidente, relatore
dott. <sup>ssa</sup> Patrizia Ferrari	Referendario
dott. Gennaro Di Cecilia	Referendario, relatore
dott. Giuseppe Di Benedetto	Referendario

\*\*\*\*\*

Visto il Testo Unico delle leggi della Corte dei Conti, approvato con R. D. 12 luglio 1934, n.1214;

Visto il Regolamento per l'organizzazione delle funzioni di controllo della Corte dei conti, approvato dalle Sezioni Riunite con deliberazione n.14/DEL/2000 del 16 giugno 2000, successivamente modificata ed integrata con deliberazione n.2 del 3 giugno 2003;

Visto il programma di controllo sulla gestione per l'anno 2008, approvato con la deliberazione n.69/2007 dell'11 dicembre 2007 ed integrato con l'esame dei fenomeni di finanza derivata intervenuti sul territorio regionale con la deliberazione n.12/2008 del 4 marzo 2008;

Vista l'ordinanza n.7/Pres/2008 del 4 aprile 2008, con la quale il Presidente ha fissato per il giorno 21 aprile 2008 la convocazione del

Collegio per l'adunanza della Sezione;

Uditi il Presidente e i Referendari Di Cecilia e Di Benedetto in merito al fenomeno della finanza derivata;

#### **FATTO e DIRITTO**

L'aggressiva finanza creativa mediante i cd. "derivati" ha determinato a livello globale una grave crisi economica con forti perdite e svalutazioni cui le Banche centrali cercano di porre rimedio con frequenti immissioni di liquidità sui mercati finanziari.

La crisi sta contagiando anche l'Europa con ripercussioni sulla crescita economica ed in particolare sull'Italia i cui deficit strutturali finanziari ed economici sono ben noti. Non a caso l'OCSE ed il Fondo Monetario ritengono l'Italia il fanalino di coda dell'Euro Zona con una crescita dello 0.3%, l'aumento dell'inflazione e del debito pubblico (1596 miliardi di Euro, di cui 26.000 a carico di ogni residente) ed un probabile rapporto PIL/debito pubblico superiore ai parametri della U.E.

Anche gli Enti locali sono stati attratti e affascinati dal ricorso a questi strumenti ad alto rischio al fine di ottenere l'up-front o immediato accredito di liquidità, tant'è che a livello nazionale a causa dei derivati si è verificato un passivo di circa 17 miliardi di Euro che va ad incidere sui conti finanziari italiani; e ciò in considerazione dei sinking funds, ovvero dei piani di copertura dell'esposizione bancaria, dei fondi fuori bilancio, delle commissioni esplicite ed implicite e dei costi delle rimodulazioni. Ovviamente in questa materia non si possono non imporre in termini di rigore l'osservanza del principio del contenimento della spesa e la conformità degli adempimenti alle norme vigenti per una corretta

gestione del pubblico danaro e quindi per evitare passivi di bilanci.

Va ricordato che l'evoluzione giurisprudenziale e normativa (sentenze della Corte di Cassazione n.14488/03 e n.7024/06 e della Corte Costituzionale, sentenza n.179/2007) nonché l'art. 3, commi 44, 54, 55 e 56 della legge finanziaria 2008 e l'art. 30, comma 15 della legge finanziaria 2003 hanno evidenziato il principio della responsabilità finanziaria in un sistema di congiunzione con un controllo più dinamico, come si evince anche dal riconoscimento della natura giuridica dei criteri dell'economicità e dell'efficienza di cui all'art. I della legge n. 241/90; vale a dire la violazione di tali criteri rientra nell'ambito del sindacato giurisdizionale e del controllo in una loro visione unitaria per meglio garantire il corretto uso del pubblico danaro.

La responsabilità degli amministratori che fanno ricorso all'indebitamento (l'up-front è una forma atipica di indebitamento) per finanziare spese diverse da quelle di investimento (art. 30, comma 15 della legge finanziaria 2003), o ancora la responsabilità erariale prevista dall'art. 3, legge finanziaria 2008, comma 56, costituiscono figure sintomatiche normative più che sufficienti per l'acclarazione di una responsabilità amministrativa finanziaria a carico dell'amministratore infedele; responsabilità che va enucleandosi in termini sempre più evidenti nell'ambito del controllo di tipo collaborativo tra la Corte dei Conti e gli Enti locali.

D'altro canto anche sotto un profilo squisitamente di diritto comparato non esistono controlli che non abbiano a sfociare sempre e comunque nella individuazione della responsabilità finanziaria degli amministratori

infedeli nell'osservanza delle norme a tutela della regolarità dei bilanci e quindi del corretto uso del pubblico danaro.

In questo quadro è evidente allora che, attesa la pericolosità dei precitati contratti, gli Enti locali non possono cercare di traslare la loro responsabilità a carico delle banche contraenti le quali sono protese a realizzare il massimo profitto; tant'è che proprio la loro stessa avidità ha determinato, a livello internazionale, l'accumularsi di un volume cartaceo (contratti derivati e mutui sub prime) con uno scarso valore reale che, secondo le stime del Fondo Monetario, ammonta ad un passivo di circa 950 miliardi di dollari. Di qui la crisi e la paventata recessione a livello globale, nonché l'invito da parte del Fondo Monetario della BCE di tagliare i tassi.

Al riguardo, volendo fare una esemplificazione, se un Comune procede ad uno swap di un mutuo da tasso fisso a tasso variabile corre il rischio di pagare di più, naturalmente con i soldi dei contribuenti. Infatti, nella congiuntura attuale i tassi sono saliti e l'ente rimane esposto ad un rischio di pagamento di un tasso potenzialmente infinito, specie se non erano previste nel contratto coperture su livelli massimi. La rimodulazione di un mutuo da fisso a variabile comporta sempre un costo superiore perché il nuovo swap ha comunque un valore negativo maggiore dovuto a commissioni e costi bancari; e ciò vale in particolare per i piccoli Comuni, atteso che l'analisi di uno swap è particolarmente difficile ed i piccoli Comuni non hanno un personale specializzato al riguardo.

E' per questa ragione che i piccoli Comuni sono considerati dal Ministero

dell'Economia clienti al dettaglio e non operatori professionali e qualificati, sicché, fatta salva la loro autonomia negoziale, finanziaria attiva e passiva, devono procedere, con una approfondita ponderazione, alla sottoscrizione di questi strumenti; non solo, ma i piccoli Comuni, così come tutti gli altri Enti locali, per disposizione normativa, non possono stipulare contratti di acquisto di derivati finanziari con finalità speculative, che sono la maggior parte. Risulta evidente quindi che tutti gli Enti, Comuni, Province e Regioni – queste ultime considerate dalla direttiva comunitaria n.39/2004, Allegato II, rientranti nelle categorie di clienti professionali - nello stipulare contratti così pericolosi non possono che assumersi una loro responsabilità amministrativa finanziaria. Nella negoziazione, comunque, possono sussistere ipotesi di comportamenti dolosi o di altri gravi vizi del negozio giuridico o al limite addirittura di truffe poste in essere dalle banche contraenti. Nondimeno, trattandosi di contratti estremamente aleatori, in caso di contenzioso, gli effetti monetari negativi per l'Ente finiscono con l'accrescere l'indebitamento, e tale indebitamento è certamente una grave irregolarità contabile che può essere fonte di responsabilità amministrativa finanziaria.

Il recente orientamento della Cassazione (sentenze Sezioni Unite n. 26724 e 26725 del dicembre 2007) secondo il quale nel caso di violazione dei doveri di informazione e di corretta esecuzione del contratto si può avere il risarcimento dei danni e non la nullità del contratto è in realtà un orientamento più favorevole agli intermediari, perché l'investitore ente deve provare il rapporto di causalità tra il danno e il comportamento della banca lesivo dei doveri di informazione in

conformità del regolamento CONSOB n. 11522 e dei principi del Testo Unico della finanza.

Al riguardo anche il profilo comparato giurisprudenziale di altri Paesi europei è in questi precisi termini. L'Inghilterra ormai da molti decenni ha vietato agli enti territoriali di stipulare qualsiasi tipo di derivati perché ritenuti sostanzialmente speculativi, mentre di recente la Germania ha vietato ai piccoli Comuni di stipulare tali contratti considerati parimenti speculativi.

Infatti il prestito bullet è pericoloso perché occorre procedere ad accantonamenti precisi in un fondo che investe in titoli obbligazionari di società partecipate da Stati europei e quindi nemmeno di tipo governativo o sovrano; le opzioni digitali parimenti sono molto pericolose proprio per gli enti locali perché possono determinare perdite sui relativi bilanci a breve; le opzioni esotiche –opzioni asiatiche- bermudan opzioni binarie sono caratterizzate da ulteriori elementi di rischio rispetto a quelle classiche; lo stesso coupon swap e cioè da un tasso variabile a un tasso fisso può essere rischioso perché nel lungo termine scambia tra due tassi variabili; rischiosissimo è poi il derivato con cambio cumulato a quello di tasso (cross-currency interest rate swap); addirittura anche quel tipo di swap che apparentemente all'inizio del contratto sembra arrecare qualche vantaggio in concreto poi si riduce ad una perdita secca per la finanza degli enti locali. Il range accrual swap ne costituisce una prova in quanto l'ente paga a tre mesi un tasso variabile euribor 3M diminuito dello 0,10 e riceve lo stesso tasso con lo sconto dello 0,10; tuttavia lo stesso euribor deve mantenersi nell'ambito di un "range" che



va di regola da 2 a 4. Nel caso in cui sfora questo range l'ente locale non riceve più alcun tasso e da qui le perdite. Sono evidenti quindi le gravi irregolarità contabili che può determinare la sottoscrizione di questi strumenti e di conseguenza, ricorrendone i presupposti, la responsabilità amministrativa finanziaria degli amministratori a causa dei passivi di bilancio che poi in definitiva vengono a subire i cittadini contribuenti. Non a caso il comma 383 dell'art. 1 della legge 244/2007 (Legge Finanziaria) stabilisce che gli enti devono allegare al bilancio (ovviamente preventivo e consuntivo) una dettagliata nota esplicativa degli oneri e degli impegni finanziari collegati ai derivati, mentre l'art. 1, co. 382, legge citata, prevede che i contratti sui derivati devono essere redatti secondo indicazioni specificate con decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, da emanare sentite la CONSOB e la Banca d'Italia. Di conseguenza la stipulazione di nuovi contratti sui derivati potrà avvenire solo dopo l'emanazione del previsto decreto ed in conformità allo stesso; pertanto, nelle more, gli enti territoriali dovranno astenersi dal sottoscrivere nuovi contratti. Giova infine ribadire che tutti gli enti territoriali non possono stipulare derivati con finalità prevalentemente o esclusivamente speculativa, come si ricava agevolmente dal seguente quadro normativo:

l'art.41 L.n.448/2001 e l'art.3 del D. MEF n.389/2003 pongono precisi limiti e divieti; la circolare MEF 27-04-2004 stabilisce che la controparte deve avere un rating non inferiore a B.B.B.-Baa e che l'esposizione bancaria non deve superare il 25% dell'importo complessivo; la L.F. 27-12-2006 n.296 esige la riduzione dei costi del debito e dei rischi assunti;

ed infine l'up-front non può essere utilizzato per fare cassa, come spesso avvenuto, ma solo per investimenti.

In conclusione, questa Sezione, in conformità di una più evidente congiunzione tra responsabilità e controllo quali funzioni principali della Corte dei Conti, ritiene di segnalare che non sono giustificabili comportamenti non virtuosi in questa sofisticata materia.

### **P. Q. M.**

la Sezione, richiamata la delibera n.12/2008 già comunicata a tutti gli Enti locali interessati, raccomanda e segnala quanto in motivazione per un corretto uso del pubblico danaro.

### **ORDINA**

che, a cura della Segreteria, la presente deliberazione sia trasmessa in copia alle amministrazioni interessate e che sia portata a conoscenza del Presidente della Corte dei conti.

Così deliberato in Campobasso, nella Camera di Consiglio.

Il Referendario, relatore  
(Dott. Gennaro Di Cecilia)

Il Presidente, relatore  
(Mario Avv. Casaccia)

DEPOSITATA IN SEGRETERIA il 21 aprile 2008

Il Direttore Amministrativo  
(dott. Davide Sabato)



**CORTE DEI CONTI**  
SEZIONE REGIONALE DI CONTROLLO  
PER LA LOMBARDIA

**RELAZIONE SULL'INDAGINE RELATIVA ALLE FORME DI FINANZA  
INNOVATIVA, CON PARTICOLARE RIGUARDO A STRUMENTI DI FINANZA  
DERIVATA  
DELLA REGIONE LOMBARDIA**

*Primo referendario Giancarlo Astegiano*

**Relazione al Consiglio Regionale**  
(ai sensi dell'art. 3, legge 14 gennaio 1994 n. 20  
e dell'art. 7 della legge 5 giugno 2003, n. 131)



**RELAZIONE SULL'INDAGINE RELATIVA ALLE  
FORME DI FINANZA INNOVATIVA, CON PARTICOLARE RIGUARDO A  
STRUMENTI DI FINANZA DERIVATA  
DELLA REGIONE LOMBARDIA**

Coordinamento:

Maria Grazia Mei

Hanno collaborato all'elaborazione della relazione:

Maria Grazia Mei

Isabella Slavazza

Supporto amministrativo-contabile:

Laura Pezzella

Rosetta Montanaro

**INDICE**

<b>PREMESSA</b> .....	<b>4</b>
<b>I - REGIONI, ENTI TERRITORIALI E STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b> .....	<b>5</b>
1) LA QUESTIONE .....	5
2) LE DIMENSIONI DEL FENOMENO.....	6
3) OPERAZIONI DI RISTRUTTURAZIONE DELL'INDEBITAMENTO E FINANZA DERIVATA .....	10
3.1) Gli strumenti finanziari derivati.....	12
3.2) Derivati finanziari e ammortamento del debito.....	13
4) LA COPERTURA DEL RISCHIO DEL TASSO DI CAMBIO .....	15
5) LA COPERTURA DEL RISCHIO DEL TASSO D'INTERESSE .....	15
<b>II – LA DISCIPLINA NORMATIVA</b> .....	<b>19</b>
1) L'ORIGINE DELLA QUESTIONE.....	19
2) LA DISCIPLINA INTRODotta DALLA LEGGE FINANZIARIA PER IL 2002 .....	19
2.1) La delimitazione dell'ambito di operatività dell'ammortamento del debito: sinking fund e swap di ammortamento .....	20
2.2) La delimitazione dell'ambito di operatività dello swap di tasso di interesse .	22
3) LE REGOLE PREVISTE DALLA FINANZIARIA PER IL 2007 .....	23
4) RECENTI SVILUPPI: LA FINANZIARIA PER IL 2008 .....	24
<b>III) L'OPERAZIONE DI FINANZA DERIVATA POSTA IN ESSERE DALLA REGIONE LOMBARDIA</b> .....	<b>26</b>
1) CARATTERISTICHE DELL'OPERAZIONE .....	26
2) LA DECISIONE DI EMETTERE IL PRESTITO OBBLIGAZIONARIO .....	28
2.1) La scelta degli intermediari finanziari: la necessità della procedura selettiva .....	32
2.2) La scelta del contraente da parte di Regione Lombardia .....	32
2.3) L'utilizzo dei proventi del prestito obbligazionario e la valutazione della convenienza dell'operazione di estinzione anticipata dei mutui.....	33
2.4) Il contenuto del contratto .....	35
3) LA PROCEDURA AMMINISTRATIVA SEGUITA DALL'ENTE .....	39
3.1) La procedura amministrativa.....	39
3.2) La procedura seguita da Regione Lombardia.....	40
4) SOTTOPOSIZIONE DEL CONTRATTO ALLA LEGGE INGLESE E ALLA GIURISDIZIONE INGLESE .....	42
5) IL PRESTITO OBBLIGAZIONARIO.....	43



6) LA COSTITUZIONE DEL FONDO E L'OBBLIGO DI RESTITUZIONE .....	43
7) LO SCAMBIO DEI FLUSSI DI INTERESSE.....	47
8) OPERAZIONI DI FINANZA DERIVATA E BILANCIO REGIONALE.....	48
9) IL MARK TO MARKET .....	49
10) LA RAPPRESENTAZIONE IN BILANCIO DEI CONTRATTI DI FINANZA DERIVATA .....	50
11) L'ASSENZA DI RINEGOZIAZIONI .....	51
<b>CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE .....</b>	<b>52</b>

**PREMESSA**

Nell'ambito dell'approvazione del programma del controllo successivo sulla gestione della Regione Lombardia, relativo al 2008, questa Sezione ha deliberato di svolgere, tra l'altro, un'indagine sulle forme di finanza innovativa posta in essere dalla Regione, con particolare riferimento all'utilizzo di strumenti finanziari derivati<sup>1</sup>.

La presente relazione, redatta utilizzando i dati trasmessi in un apprezzato spirito collaborativo dalla Regione, è intesa ad esprimere una valutazione in ordine ad una particolare modalità di gestione dell'attività finanziaria che negli ultimi anni ha conosciuto un'ampia espansione nell'ambito degli enti pubblici, con l'insorgere di notevoli problemi e questioni in ordine alle effettive modalità di utilizzo di questi particolari strumenti finanziari, che per il loro utilizzo, richiedono un elevato grado di competenza.

La presente relazione si prefigge anche l'ulteriore finalità di mettere in evidenza elementi valutativi utili per iniziare a comprendere, nell'ambito del territorio della Regione Lombardia, quali siano le modalità della gestione dell'attività finanziaria e quanto esteso sia il ricorso alla finanza innovativa.

Questa indagine si inserisce, infatti, nel contesto di una più ampia attività di verifica sull'utilizzo degli strumenti finanziari derivati che la Sezione ha avviato nei confronti di tutti gli enti territoriali.

La Sezione ritiene che in tal modo si possa più compiutamente realizzare il rapporto collaborativo con gli organi della Regione, che deve caratterizzare l'esercizio della funzione di controllo.

---

<sup>1</sup> Delibera n. 615, in data 27 novembre 2007.

**I - REGIONI, ENTI TERRITORIALI E STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI****1) La questione**

Negli ultimi decenni il nostro ordinamento ha subito una profonda trasformazione che nel 2001 è culminata nella riforma costituzionale che ha interessato il Titolo V, parte seconda della Costituzione.

Non si è trattato soltanto di una modifica che ha riguardato l'organizzazione degli enti pubblici territoriali, ma del progressivo riconoscimento di un ruolo istituzionale di Regioni, Province e Comuni che sono stati considerati nel loro effettivo ruolo di enti primari e costitutori della Repubblica.

La delineazione del nuovo ruolo, ancora in corso, comporta modifiche profonde nell'ordinamento e, in particolare per quanto trattato in questa sede, nell'ambito della disponibilità ed utilizzo delle risorse finanziarie necessarie per far fronte alle esigenze della collettività.

Inoltre, occorre tenere conto che la sempre maggior scarsità di risorse che negli ultimi anni ha caratterizzato tutto il sistema della finanza pubblica, anche in relazione al rispetto dei parametri inerenti il Patto di stabilità e crescita europeo, ha influito sull'attività finanziaria degli enti territoriali e, in particolare, per quanto interessa in questa sede delle Regioni.

Quale conseguenza di questi due fenomeni si è avuta una significativa estensione di utilizzo di strumenti di finanza derivata.

Peraltro non bisogna trascurare che la più parte dei fenomeni di finanza derivata sono correlati all'indebitamento degli enti pubblici, ma solo alcuni di essi rientrano, a tutti gli effetti, nel debito, mentre gli altri sono delle modalità di gestione dell'indebitamento.

In relazione all'utilizzo degli strumenti di finanza derivata da parte degli enti territoriali, la Corte dei conti, a partire dal 2004, ha attuato un progressivo monitoraggio, segnalando al Parlamento le possibili situazioni di criticità, mettendo anche in luce natura e validità delle singole clausole contenute nelle varie tipologie contrattuali.

**2) Le dimensioni del fenomeno**

Nell'ambito dei poteri di monitoraggio che negli ultimi anni, progressivamente il legislatore ha riconosciuto al Ministero dell'Economia, il Dipartimento del Tesoro ha avuto la possibilità di costituire una banca dati che contiene i dati relativi alla dimensione del fenomeno dell'indebitamento e della finanza derivata, sia in relazione alle Regioni che agli altri enti territoriali.

Particolarmente significativi sono i dati relativi all'indebitamento che risultano dalla tabella che segue.

## RIEPILOGO DEBITO RESIDUO AL 31/12/07

TIPO INDEBITAMENTO	Regione	Provincia	Comune capoluogo	Comune capoluogo non montana e isolana	TOTALE
Mutui con il sistema bancario di cui:	13.025.370.742,44	1.465.876.267,82	8.012.716.696,66	3.146.820.519,31	25.650.784.499,23
mutui con rimborso totale da parte di Enti Pubblici diversi dai titolari della passività	3.094.869.513,43	14.805.673,29	13.981.554,99	16.850.960,11	3.140.507.701,82
Mutui con Istituti mutuantii pubblici	0,00	5.794.967,17	14.118.695,32	70.967.456,12	90.881.118,61
Mutui Cassa DD.PP.SPA (*)	8.182.000.000,00	3.487.000.000,00	6.272.000.000,00	15.387.000.000,00	33.328.000.000,00
Emissioni con il sistema bancario di cui:	19.877.391.926,11	3.492.676.043,01	7.798.600.874,40	2.016.115.108,29	33.184.783.951,81
emissioni con rimborso totale da parte di Enti Pubblici diversi dai titolari della passività	3.605.502.859,38	16.751.648,98	-	-	3.622.254.508,36
<b>TOTALE (**)</b>	<b>41.084.762.668,55</b>	<b>8.451.347.278,00</b>	<b>22.097.436.539,38</b>	<b>20.620.903.083,72</b>	<b>92.254.449.569,65</b>

NOTE: (\*) I dati comunicati dalla Cassa DD.PP. SPA rappresentano lo stock di debito residuo netto delle chiusure contabili a novembre 2007. Le comunità montane ed altri enti locali sono compresi nella categoria "Comuni non capoluogo". Lo stock di debito residuo netto relativo ai mutui MEF gestiti dalla Cassa DD.PP. Spa a novembre 2007 e non compreso nel prospetto è così costituito: Regioni € 6.168.000.000; Province € 717.000.000; Comuni Capoluogo € 1.373.000.000; Comuni non Capoluogo e Comunità Montane € 4.684.000.000 per un totale complessivo di € 12.492.000.000.

(\*\*) Il totale del debito residuo al lordo dei mutui/emissioni a totale carico dello Stato e di eventuali partecipazioni alla spesa sulle quote capitale da parte di altri enti pubblici e comprende i mutui Cassa DD.PP.Spa

Tabella elaborata da Corte dei conti - Sezione regionale di controllo per la Lombardia in base ai dati finanziari forniti dalla Regione Lombardia  
Fonte: Mef-Dipartimento Del Tesoro-Direzione Seconda

La tabella che segue contiene alcune indicazioni in ordine alle operazioni di finanza derivata concluse dagli enti territoriali.

## RIEPILOGO SITUAZIONE DERIVATI ENTI TERRITORIALI AL 31/12/07

TIPOLOGIA ENTE	Regione	Provincia	Comune capoluogo	Comune non capoluogo (*) Comunita' montana e isolana	TOTALI
Numero enti interessati	18	44	50	447	559
Percentuale sul numero totale	3,2%	7,9%	8,9%	80,0%	100%
Nozionale complessivo	16.554.684.946	3.387.454.699	11.558.763.251	3.775.584.884	35.276.487.781
Percentuale sul nozionale totale	46,9%	9,6%	32,8%	10,7%	100%
Nozionale medio dei contratti per tipologia ente	192.496.337	26.057.344	63.509.688	6.453.991	35.886.559
FONTE: MEF-DIPARTIMENTO DEL TESORO-DIREZIONE SECONDA Elaborazione: Corte dei conti - Sezione regionale di controllo per la Lombardia					
NOTE (*) Risulta che 3 comunità montane hanno operazioni in essere, mentre una sola unione di comuni ha stipulato contratti derivati. Tuttavia, ai fini del calcolo del nozionale medio per tipologia di ente, le comunità montane e le unioni di comuni vengono considerate come soggetti a sé stanti.					
Si fa presente che i dati di seguito riportati si riferiscono al valore nominale iniziale dell'operazione e non tengono conto di eventuali ammortamenti previsti dai contratti e, pertanto, risultano approssimati per eccesso. Analoga stima per eccesso si rileva in tutti i casi di mancata comunicazione circa la rinegoziazione di posizioni in derivati già in essere (quindi sostanzialmente duplicate). Per quanto attiene il rapporto "intermediario-cliente", si segnala che questo mercato evidenzia una forte connotazione dimensionale in quanto enti di maggiori dimensioni (tipicamente regioni e grandi comuni) hanno rapporti con più di un intermediario ad elevata specializzazione, quali grandi banche di investimento internazionali, mentre enti locali medio-piccoli hanno solitamente per questo tipo di attività un unico interlocutore a maggiore radicamento sul territorio.					
Tabella elaborata in base ai dati finanziari forniti dalla Regione Lombardia					

L'esame dei dati indicati nella tabella che precede mette in luce l'estensione del fenomeno della finanza derivata, evidenziando che ben 559 enti pubblici territoriali hanno dato corso a queste operazioni e che, limitando l'analisi alle Regioni, 18 enti hanno concluso contratti rientranti in questa categoria. Le

operazioni delle Regioni hanno interessato un capitale nozionale complessivo di euro 16.554.684.946, pari al 46,9%.

### ***3) Operazioni di ristrutturazione dell'indebitamento e finanza derivata***

L'operazione di estinzione anticipata dei mutui permette all'ente territoriale di estinguere prima della scadenza originariamente prevista il mutuo, rimborsando all'istituto finanziario il capitale residuo, generalmente maggiorato di una somma a titolo di indennizzo.

Questa operazione può essere giustificata sia dalla presenza di consistenti entrate patrimoniali che permettono di saldare il debito con risparmio sui futuri interessi, che dalla possibilità di rinegoziare la passività in presenza di mutate condizioni di mercato quali, in particolare, la modificazione di tassi in senso decrescente rispetto a quelli dei mutui originari.

Al fine di estinguere anticipatamente la passività o di rinegoziarla è necessario procedere alla valutazione sulla convenienza dell'operazione, in relazione sia alla tipologia ed al livello dei tassi di interesse che alle condizioni attuali e alle attese dell'evoluzione futura dei mercati, nonché ai costi dell'operazione.

La possibilità di estinzione anticipata di mutui in essere si è inserita negli ultimi anni in un quadro normativo all'interno del quale è prevista e disciplinata la possibilità di procedere ad operazioni di rinegoziazione degli stessi mediante il ricorso a nuovo indebitamento, finalizzato, in via esclusiva, all'estinzione anticipata della precedente passività e, in questo contesto, ha assunto rilievo la facoltà di utilizzare appositi prestiti obbligazionari.

Infatti la possibilità per gli enti territoriali di ricorrere a prestiti obbligazionari è stata introdotta nel nostro ordinamento dalla legge di riforma dell'ordinamento degli enti territoriali del 1990 e disciplinata in modo organico dalla legge finanziaria per l'anno 1995 che ha consentito a Regioni, Province e Comuni di emettere prestiti obbligazionari, destinati esclusivamente al finanziamento di investimenti, con espressa esclusione di destinazione a spese di parte corrente.



Successivamente, con un regolamento del Ministro del Tesoro, sono state previste e disciplinate in linea generale modalità operative per l'emissione dei prestiti obbligazionari da parte degli enti territoriali.

Da ultimo, la facoltà di ricorrere all'emissione dei prestiti obbligazionari da parte degli enti territoriali, per utilizzarne i proventi al fine di estinguere anticipatamente precedenti passività è stata prevista dalla legislazione in materia finanziaria dei primi anni 2000.

La rinegoziazione del debito mediante l'utilizzo dei proventi derivanti da un prestito obbligazionario per l'estinzione anticipata dei precedenti mutui risulta ammissibile purché l'operazione si presenti economicamente vantaggiosa per l'ente territoriale, come questa Sezione ha avuto modo di precisare<sup>2</sup>.

Al riguardo, è bene mettere in luce che la previsione normativa è lacunosa, poiché il vantaggio che deve essere preso in considerazione, anche ai fini della sana gestione finanziaria dell'ente, non può essere solo quello meramente finanziario dato dalla differenza fra l'attualizzazione dei flussi dei pagamenti della passività originaria e quelli della nuova passività, ma deve consistere in una valutazione finanziaria ed economica della complessiva situazione dell'ente, non solo in relazione ai dati finanziari attualizzati dell'operazione ma anche dei rischi che l'ente locale assume con la nuova operazione di indebitamento nonché dell'eventuale allungamento del periodo del debito che vincola l'attività futura dell'Amministrazione.

Nella valutazione non è sufficiente, perciò, un raffronto tra costi attuali degli interessi pagati sull'ammontare capitale della passività, ritenendosi vantaggiosa l'operazione solo perché si verifica una diminuzione del tasso d'interesse nell'esercizio finanziario nel quale si rinegozia il debito ed in quelli immediatamente successivi. La convenienza economica va saggiata invece sulla base di una pluralità di elementi, tra i quali debbono concorrere anche i rischi connessi al nuovo tipo di indebitamento in presenza di determinate situazioni di mercato, gli eventuali rischi correlati a nuove modalità di indebitamento, la durata del debito e la modalità di estinzione.

---

<sup>2</sup> Il rinvio è alla delibera n. 52 del 17 aprile 2008.

Quest'ultimo aspetto assume particolare rilievo. L'indebitamento, infatti, vincola i bilanci futuri dell'ente, il quale è obbligato a destinare parte delle future risorse al pagamento del debito.

Non a caso, la legislazione, anche a livello costituzionale, ha ammesso il ricorso all'indebitamento esclusivamente per spese di investimento, bilanciando gli oneri ricadenti sulle generazioni future con la previsione dell'incremento del patrimonio costituito da opere utilizzabili anche da tali generazioni, ovvero della creazione di infrastrutture che migliorino le prospettive economico-sociali della collettività.

La rinegoziazione non può essere uno strumento di liberazione immediata di risorse, soprattutto se utilizzate anche di fatto per far fronte alla spesa corrente.

Al riguardo va messo in luce che il nuovo testo dell'art. 119 della Costituzione, elevando il rango di una disposizione già presente nella legislazione ordinaria, ha limitato il ricorso degli enti territoriali all'indebitamento al solo finanziamento di spese di investimento, con la conseguenza che se a seguito di un'operazione di ristrutturazione del debito si liberano delle risorse, a qualsivoglia titolo, le stesse non possono essere utilizzate che a tale titolo poiché sono da ritenere strettamente correlate sia al debito che è stato estinto che a quello nuovo.

Ciò è tanto più vero se l'operazione di ristrutturazione prevede un allungamento dei termini di pagamento del debito originario che, quindi, andrebbero a vincolare risorse, in linea di principio appartenenti alle generazioni future. In questo caso, anche in considerazione della maggior durata del vincolo debitorio, la sana gestione finanziaria impone che le risorse eventualmente liberate nell'immediato vengano destinate a spese di investimento, produttive di maggiore ricchezza per l'ente e, conseguentemente, anche per gli amministrati. A fronte del più lungo vincolo sul futuro deve esservi, almeno, un incremento del patrimonio dell'ente.

### *3.1) Gli strumenti finanziari derivati*

I contratti derivati sono "strumenti finanziari" che servono a gestire l'esposizione ai rischi di mercato o di credito che una banca o un'impresa o, come nel caso di specie, un ente pubblico territoriale assume nell'ambito della propria operatività.

La definizione normativa di questi strumenti finanziari è rinvenibile nell'art. 1 del Testo Unico in materia Finanziaria (TUF), dal quale si evince che gli "strumenti finanziari derivati" sono dei contratti che presentano alcune caratteristiche peculiari poiché, da un lato, si riferiscono e sono strettamente correlati ad un debito preesistente (il capitale nozionale) e, dall'altro, prevedono un regolamento dei flussi che, in genere, avviene tramite scambio di differenziali calcolati sulla base di valori determinati nel contratto alle scadenze e alle condizioni prefissate, generalmente con riferimento a indici utilizzati nell'ambito dei mercati finanziari.

Questo contratto non è qualificabile come contratto di finanziamento, assoggettato alla disciplina contenuta nel Testo Unico Bancario, ma quale "strumento finanziario", e come tale è disciplinato dal testo unico sulla finanza (TUF) e per la sua stessa natura può recare, a seconda dell'andamento dei mercati, effetti positivi o negativi per l'ente.

Come questa Sezione ha avuto modo di mettere in luce con numerose delibere, vi sono numerose tipologie di contratti che rientrano nella categoria delle operazioni finanziarie in strumenti derivati che in questa sede è opportuno richiamare all'attenzione con una sintetica descrizione<sup>3</sup>.

### *3.2) Derivati finanziari e ammortamento del debito*

La flessibilità di questi strumenti e la loro diffusione nel mercato ha condotto all'elaborazione di varie tipologie contrattuali, in relazione agli scopi che le parti si prefiggono.

Fra i vari settori dell'attività finanziaria all'interno della quale si sono diffusi, vi è quello dell'ammortamento del capitale riferito ad operazioni di indebitamento mediante l'emissione di prestito obbligazionario.

E' possibile, infatti, procedere alla restituzione del capitale in un'unica soluzione al termine del periodo di durata del prestito, purchè vengano previste modalità di accantonamento dei fondi che garantiscono che al momento della restituzione del capitale agli obbligazionisti l'ente disponga delle risorse necessarie.

---

<sup>3</sup> Il riferimento d'obbligo è alle delibere n. 596 del 26 ottobre 2007 e n. 52 del 17 aprile 2008.

Gli strumenti previsti e consentiti dalla norma vigente sono quelli della costituzione, da parte dell'ente, di un apposito fondo, denominato *sinking fund*, ovvero quello dello swap di ammortamento, da concludersi con iter intermediario finanziario.

Il *sinking fund* è un fondo di ammontare pari al capitale da restituire che l'ente costituisce presso un intermediario finanziario, mediante il versamento dell'importo occorrente in un'unica soluzione, ovvero mediante versamenti periodici, sino a raggiungere l'importo complessivo.

In relazione al *sinking fund* il problema principale che si pone è quello della gestione del fondo, vale a dire delle modalità delle somme versate dall'ente pubblico.

Lo strumento noto come *amortising swap*, funziona diversamente, poichè il soggetto che ha ottenuto un prestito obbligazionario non procede all'ammortamento dello stesso mediante il versamento diretto ai possessori del titolo di una quota capitale annua ovvero all'accantonamento delle quote necessarie per saldare il debito alla sua scadenza, ma conclude uno specifico contratto con un intermediario finanziario che prevede una particolare modalità di ammortamento.

Il debitore, infatti, si obbliga ad accantonare progressivamente, mediante un fondo costituito presso l'intermediario finanziario, le somme necessarie per il rimborso del prestito, in modo da avere la disponibilità della somma necessaria al momento della scadenza del prestito obbligazionario.

Le clausole che disciplinano questo rapporto contrattuale possono essere di vario genere, tenuto conto che regolano, per un lungo periodo, le modalità di gestione, la percezione dei frutti ed i rischi connessi all'accantonamento.

L'operazione contrattuale complessiva non si limita a disciplinare il mero accantonamento dei fondi; infatti mediante la conclusione di contratti collegati o l'inserimento di specifiche clausole, le parti del rapporto principale definiscono modalità di gestione, anche mediante l'utilizzo di *swap* diretti a proteggere l'operazione dai rischi di mercato.

La complessità dell'operazione, i rischi connessi alla gestione del fondo ed agli obblighi di restituzione rendono questa tipologia contrattuale diffusa particolarmente nei rapporti fra grandi istituzioni finanziarie ed imprese di dimensioni significative, che siano dotate di particolare esperienza nel settore finanziario.

#### **4) La copertura del rischio del tasso di cambio**

Fin dal momento in cui è stata riconosciuta la possibilità per gli enti territoriali di ricorrere a prestiti obbligazionari in valute diverse da quella nazionale si è posto il problema dei connessi rischi di cambio che è stato risolto prevedendo l'obbligo di concludere uno swap di tasso di cambio.

Con questo contratto le parti che concludono contratti di durata relativi ad operazioni finanziarie nelle quali sono considerate valute di diverse nazioni, neutralizzano i rischi inerenti il rapporto di cambio fra le valute, utilizzando in tutti i loro rapporti di esecuzione degli obblighi contrattuali il valore del cambio stabilito ad una determinata data, generalmente quella di conclusione del contratto.

#### **5) La copertura del rischio del tasso d'interesse**

Con riguardo specifico all'attività delle Regioni, Province e Comuni, una particolare diffusione hanno avuto i derivati finanziari che hanno per oggetto i rischi di mercato, nel senso che hanno la finalità di gestire i rischi connessi con le oscillazioni dei tassi di interesse, sia conclusa autonomamente in relazione all'indebitamento preesistente che collegati ad operazioni dell'indebitamento di ristrutturazione dell'indebitamento pregresso.

In questo contesto, la tipologia principale è l'*IRS*, vale a dire l'*interest rate swap*, contratto derivato non standardizzato, con il quale le parti si impegnano a versare o a riscuotere a date prestabilite, pagamenti commisurati in base al differenziale di tassi diversi, con l'aggiunta di opzioni, a favore dell'una o dell'altra parte.

In altre parole, con questo meccanismo entrambe le parti si impegnano a versare o a riscuotere ad una data prestabilita un importo predeterminato in base ad un indicatore di riferimento.

Caratteristica comune ai contratti che rientrano nella categoria dell'*interest rate swap* è che entrambe le parti sono tenute ad adempiere la propria obbligazione a determinate scadenze, in base a specifici parametri predeterminati in relazione alla posizione contrattuale di ciascuna di esse. Ciascuna parte assume l'obbligo di versare periodicamente all'altra un importo commisurato ad un determinato

parametro e la regolazione dei pagamenti avverrà in base alla differenza che maturerà in favore dell'una o dell'altra.

Altro meccanismo contrattuale utilizzato in linea generale è quello dell'opzione che attribuisce ad una parte, a fronte del pagamento di un premio, la facoltà di comprare o vendere ad un altro soggetto uno strumento finanziario ad un prezzo determinato in una certa data (o per tutto il periodo contrattuale).

Nelle opzioni e nei meccanismi contrattuali ad esse riconducibili nell'ambito degli strumenti finanziari derivati (*cap, floor, collar*) solo una delle parti è tenuta ad adempiere all'obbligazione, mentre l'altra ha la facoltà di decidere se adempiere o meno, salvo che l'opzione sia concessa ad entrambe le parti nel qual caso occorre riferirsi alla specifica disciplina concordata dai contraenti, come generalmente accade nei contratti di questo genere conclusi dagli enti territoriali.

Come è già stato messo in luce, il contratto concluso in moltissimi casi dagli enti territoriali è quello di *swap* di tasso di interesse, che ha natura atipica ed aleatoria e che ha quale causa sottostante la neutralizzazione di un rischio finanziario o valutario, con l'aggiunta di alcuni meccanismi di opzione che rendono complessa la valutazione ed incidono sulla determinazione del suo valore.

Se la causa è data dalla neutralizzazione del rischio finanziario che l'ente ha in relazione al suo indebitamento, gli atti delle parti del contratto devono essere finalizzati a questo scopo e non possono essere determinati da altre ragioni che possono, tutt'al più assumere il rilievo di "motivi" che, ai sensi dell'art. 1342 cod. civ., possono aggiungersi alla causa senza poterla sostituire.

In via riassuntiva e specificativa occorre mettere in luce che con il contratto di *swap* finanziario due contraenti, uno dei quali è un intermediario finanziario, si scambiano flussi di interesse futuri relativi ad un determinato capitale di riferimento che deve essere reale e corrispondere all'indebitamento di una delle due parti (cd capitale nozionale). In tal modo, al debitore di un mutuo che comporta il pagamento di interessi a tasso fisso, fermo restando il contratto originario, viene offerta la possibilità di stipulare in aggiunta al precedente, un diverso contratto (lo *swap* di tasso di interesse) che prevede di pagare per il futuro un importo determinato in base ad interessi calcolati secondo tassi variabili, indicizzati a determinati parametri, e, contestualmente, di ricevere dall'intermediario finanziario il pagamento di un importo determinato sulla base di interessi a tasso fisso. Il vantaggio o svantaggio dell'operazione è dato dal differenziale fra i due importi che

può essere positivo o negativo per l'ente territoriale, a seconda dei parametri di riferimento e, soprattutto, dell'evoluzione della curva dei tassi di interesse che può variare, anche in misura significativa rispetto alle previsioni effettuate al momento della conclusione del contratto.

Al contrario, al debitore di un mutuo a tasso variabile si offre di stipulare un contratto che prevede il pagamento all'intermediario di interessi a tasso fisso sul medesimo capitale e di ricevere da quest'ultimo un importo determinato in base ad un tasso variabile. Anche in questo caso il vantaggio o svantaggio è determinato dal differenziale, in base a quanto indicato sopra.

Val la pena rimarcare quanto già evidenziato nella citata delibera n. 596 del 2007, vale a dire l'autonomia del contratto di mutuo originario, rispetto alle operazioni in derivati, in forza del quale il debitore continua a pagare gli interessi ivi stabiliti al mutuante. Il contratto di swap stipulato con l'intermediario finanziario (che, generalmente, non è neppure il concedente il mutuo), intende neutralizzare gli effetti dell'evoluzione dei tassi di interesse in base al meccanismo, come si è visto, della regolazione fra i contraenti ad ogni scadenza, delle differenze emergenti di segno opposto, positive o negative, sulla base dell'applicazione delle clausole contrattuali. In questo modo il debitore continuerà a pagare gli interessi sul mutuo, ma se il tasso previsto dallo *swap* è a suo favore riceverà importi dall'intermediario finanziario che contribuiranno a bilanciare quelli maggiori versati al mutuante quali interessi sul mutuo. Al contrario, se in base al tasso previsto dallo swap matureranno importi in favore dell'intermediario finanziario, il debitore oltre a pagare i normali interessi sul mutuo dovrà sostenere anche il pagamento di questi importi con un ulteriore aggravio per la sua situazione finanziaria.

In conclusione, si tratta di un'operazione finanziaria che non dovrebbe avere carattere speculativo, poiché dovrebbe servire unicamente a contenere il rischio di aumento dei tassi di interesse variabile o a ridurre il costo dell'indebitamento a tasso fisso.

L'operazione è sempre collegata ad un sottostante debito che, sotto il profilo strutturale, è elemento occasionale e, di fatto, non necessario perché l'esito dell'operazione prescinde dall'esito del rapporto sottostante. Sussiste, però, un collegamento funzionale poiché la struttura del contratto dovrebbe essere tale che ogni volta che vi è un rialzo dei tassi di interesse pagati sui mutui, il debitore dovrebbe ricevere un differenziale dall'intermediario finanziario che serva ad

ammortizzare le maggiori uscite. Al contrario, ogni volta che vi sia una discesa dei tassi pagati al mutuante, il debitore dovrebbe versare un differenziale all'intermediario finanziario che si assume il rischio contrario.

Il profilo da ultimo messo in luce assume essenziale rilevanza nei contratti stipulati dagli enti pubblici. Per questi enti, e in particolare per gli enti territoriali, il collegamento funzionale in quanto espressamente previsto dalla legge e connaturato con la natura degli enti pubblici entra nella causa giuridica del negozio, perché elemento oggettivo previsto dalla legge. Ne consegue che per detti enti la mancata funzionalizzazione del contratto all'andamento dei rischi di mutui stipulati dall'ente si riflette sulla causa genetica dei contratti di swap di tasso di interesse, facendola venire meno.

In effetti per gli enti pubblici detti contratti sono consentiti solo per le finalità innanzi indicate e in limiti di rischio propri delle tipologie di contratti di derivati previsti dal legislatore, fissando così anche limiti alla aleatorietà del contratto.



## II – LA DISCIPLINA NORMATIVA

### **1) L'origine della questione**

A fronte del progressivo processo di riconoscimento dell'autonomia e del ruolo istituzionale degli enti territoriali e, in particolare per quanto interessa in questa sede, delle Regioni si è posto il problema dell'ambito di autonomia nell'organizzazione e nella gestione dell'attività finanziaria, anche in relazione agli obblighi derivanti all'Italia dell'appartenenza alla Comunità e all'Unione europea.

### **2) La disciplina introdotta dalla legge finanziaria per il 2002**

Per sommi capi, è sufficiente rammentare che la legge finanziaria per il 2002 ha demandato al Ministero dell'Economia e delle Finanze, da un lato, il compito di coordinare l'accesso al mercato dei capitali da parte di Regioni ed enti locali, e, dall'altro, quello di fissare i criteri per l'ammortamento del debito e per l'utilizzo di strumenti derivati.

A seguire, il Ministro dell'Economia ha disciplinato l'accesso degli enti locali al mercato dei capitali, e dettato i criteri per l'ammortamento del debito e per le operazioni in strumenti finanziari derivati.

Inoltre, ha predisposto e diffuso una analitica circolare esplicativa che indica alcuni limiti contrattuali e clausole che debbono essere inserite nei contratti.

La circolare ministeriale ribadisce, anche, che il livello del tasso di interesse che l'ente territoriale deve sostenere allo scattare delle soglie contrattuali deve essere coerente sia con i tassi vigenti sul mercato sia con il costo della passività antecedente alla conclusione dell'operazione derivata.

Il decreto precisa ancora che le operazioni derivate sono ammesse esclusivamente in corrispondenza di passività dell'ente effettivamente dovute e, conseguentemente la successiva circolare precisa che le operazioni poste in essere

dagli enti non possono essere riferite a preesistenti operazioni derivate, salva l'esigenza di riadattare o chiudere il derivato in relazione a variazioni della passività sottostante e possono essere indicizzate esclusivamente con riferimento a parametri monetari utilizzati nell'area G7.

Lo scopo della disciplina appena citata era intesa ad evitare che gli enti territoriali concludano operazioni finanziarie di particolare complessità, senza avere, in molti casi, le necessarie competenze finanziarie.

*2.1) La delimitazione dell'ambito di operatività dell'ammortamento del debito: sinking fund e swap di ammortamento*

La disciplina normativa individua alcune operazioni consentite agli enti territoriali in relazione all'ammortamento del debito relativo ad un prestito obbligazionario e, in via generale e residuale, stabilisce che gli stessi possano effettuare le operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività.

Il decreto ministeriale del 2003 stabilisce, inoltre, che queste operazioni possono essere concluse esclusivamente con intermediari finanziari in possesso di adeguato rating (almeno pari a BBB/Baa/BBB, secondo la successiva circolare ministeriale del 2004) attribuito da primarie agenzie di livello internazionale (quali *Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch Ratings*).

Nell'ambito di queste previsioni, gli enti territoriali possono procedere all'ammortamento del debito relativo ad un prestito obbligazionario mediante la costituzione di un fondo contestuale alla sottoscrizione del prestito (*sinking fund*), ovvero mediante l'amortising swap in base al quale l'intero capitale del prestito obbligazionario viene accumulato progressivamente, mediante accantonamento di quote, entro il termine di scadenza del prestito al fine di poterlo restituire agli obbligazionisti (*bullet*).

E' indubbio che le due modalità sono profondamente diverse e comportano diverse strategie operative per gli enti, in quanto il *sinking fund* è un fondo di ammontare pari a quello del prestito che deve essere costituito nel momento stesso in cui l'ente riceve il prestito e viene accantonato per un lungo periodo, ovvero che viene costituito mediante versamenti periodici, fino a ricostituire l'intero capitale.

Diversa è la situazione che si presenta con l'operazione bullet poiché l'ente accumula il capitale progressivamente, di anno in anno, in uno specifico fondo e non ha la necessità di disporre dell'intero capitale necessario per la restituzione del prestito obbligazionario sin dalla data della sua emissione, ma solo al momento del rimborso della quota capitale.

Peraltro, è necessario mettere in luce fin da ora che la normativa è estremamente lacunosa poiché prevede l'accumulo in un fondo senza fornire alcuna indicazione in ordine alla disponibilità, utilizzo e gestione del fondo che è lasciata alla libertà contrattuale delle parti.

La scelta di una regolamentazione "leggera" in questa materia solleva notevoli perplessità poiché le modalità di costituzione e gestione del fondo sono estremamente rilevanti, anche in considerazione della lunga durata dei prestiti obbligazionari e del conseguente rischio che l'ente assume in caso di insolvenza dell'intermediario finanziario al quale è affidata la gestione del fondo.

La disciplina normativa non stabilisce se il fondo che l'ente costituisce mediante i versamenti annuali (o, comunque periodici) della quota capitale debba rimanere nella disponibilità dell'ente territoriale ovvero possa essere affidato in gestione ad un istituto bancario o ad un altro intermediario finanziario. Ove l'ente si privi della disponibilità del fondo, è evidente che deve negoziare forme di garanzia specifiche a carico dell'intermediario finanziario in ordine alla restituzione dell'intero capitale alla data di scadenza del prestito obbligazionario, anche al fine di non accollarsi il rischio dell'eventuale insolvenza dell'intermediario finanziario.

Infatti, qualora il fondo venga costituito presso un intermediario finanziario e quest'ultimo, per qualsivoglia ragione, non provveda alla scadenza a versare all'ente territoriale l'importo accumulato al fine di provvedere all'estinzione del prestito obbligazionario, l'ente territoriale non potrà che far fronte ai pagamenti nei confronti degli obbligazionisti con risorse proprie, sempre che ne abbia la disponibilità considerato l'elevato importo dei prestiti obbligazionari.

L'accumulo progressivo in un fondo della quota capitale può essere elemento utile nell'economia del rapporto contrattuale, ma considerata la natura degli enti pubblici e la circostanza che i capitali che essi gestiscono sono di "proprietà" della collettività, è necessario che prima di utilizzare questa modalità contrattuale l'ente valuti con attenzione i rischi connessi e predisponga un regolamento contrattuale che tuteli in modo specifico il patrimonio che l'ente

accumula di anno in anno, anche in relazione alle modalità di restituzione da parte dell'intermediario finanziario.

Al riguardo le indicazioni normative non sono sufficienti perché si limitano a prevedere che il contratto debba essere concluso con intermediari finanziari dotati di adeguato rating e che il rischio venga frazionato, ripartendo l'operazione fra più intermediari in modo che ciascuno di essi venga coinvolto per una frazione non superiore al quarto dell'intero ammontare.

La ripartizione del potenziale rischio fra più operatori è sicuramente elemento positivo, ma l'indicazione che l'operazione sia conclusa con un operatore dotato di un adeguato rating non fornisce alcuna garanzia, se non in relazione al momento della conclusione del contratto. Considerata la lunga durata dell'operazione, le condizioni economiche, finanziarie e patrimoniali dell'intermediario finanziario possono cambiare, anche piuttosto rapidamente, come si è visto accadere nei mercati internazionali in numerose occasioni negli ultimi anni e, anche, negli ultimi mesi.

In conclusione, anche se la disciplina normativa non prende espressamente in considerazione le problematiche inerenti le modalità di costituzione e gestione del fondo, l'ente territoriale non può trascurare di considerare il rischio inerente la gestione. Il fatto che la norma non detti specifiche regole non significa che gli enti territoriali siano liberi di affidare la gestione all'intermediario finanziario, senza avere una precisa garanzia in ordine alla restituzione del capitale che viene versato nel fondo. In mancanza di garanzia, considerata anche la durata del contratto, l'ente assumerebbe un elevato rischio, potendo, in caso di insolvenza dell'intermediario o di altre difficoltà di quest'ultimo, essere costretto a dover rimborsare comunque il prestito, senza aver ricevuto in restituzione l'importo accumulato nel fondo (con il rischio di pagare due volte, sempre che l'ente disponga delle risorse necessarie). Peraltro, val la pena mettere in luce che il rischio è mitigato, ma non escluso, dalla legislazione italiana che protegge gli investimenti e regola le insolvenze degli intermediari bancari.

## *2.2) La delimitazione dell'ambito di operatività dello swap di tasso di interesse*

Dalla normativa richiamata sopra, in relazione ai contratti di swap di tasso di interesse risultano consentiti solamente quelli strutturati nella forma più

semplice, denominata *plain vanilla*, che consiste nell'impegno dei contraenti di scambiarsi regolarmente flussi di interesse, collegati a parametri del mercato monetario, secondo modalità concordate, l'acquisto di forward rate agreement, mediante il quale le parti pur stabilendo il tasso di interesse che l'acquirente del forward si impegna a pagare, fanno decorrere gli effetti del contratto da una data posteriore a quella della stipulazione, l'acquisto di cap di tasso di interesse, vale a dire l'indicazione di un tetto massimo all'innalzamento dei tassi di interesse, l'acquisto di collar di tasso di interesse, vale a dire la previsione di una banda di oscillazione dei tassi fra un minimo ed un massimo, nonché altre operazioni derivate contenenti combinazioni di quelle appena indicate, tali da permettere il passaggio da un debito a tasso fisso ad uno a tasso variabile e viceversa, al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo stabilito.

Inoltre, con specifico riferimento a queste ultime operazioni permesse agli enti territoriali, la circolare ministeriale del 2004 chiarisce che swap, forward, cap e collar possono essere acquistati dagli enti territoriali solo nella formula, già richiamata sopra, detta *plain vanilla*, vale a dire secondo la struttura più elementare, che non incorpori ulteriori opzionalità. Riguardo, invece, alle «altre operazioni derivate» è stabilito che le stesse sono ammissibili solamente se le stesse siano in ogni caso riconducibili a combinazioni delle altre operazioni specificamente indicate, fatto comunque divieto di negoziare derivati che incorporino "leve" o altri moltiplicatori, al fine di evitare possibili danni finanziari per gli enti territoriali causati da un eccessivo innalzamento del debito nei confronti dell'intermediario finanziario.

### **3) Le regole previste dalla finanziaria per il 2007**

A seguito delle segnalazioni e del progressivo emergere di situazioni potenzialmente dannose per gli Enti territoriali, il legislatore con la legge finanziaria per il 2007 è intervenuto nuovamente nella materia dettando regole maggiormente restrittive nell'utilizzo di tali strumenti e predisponendo un apposito procedimento di controllo affidato alla Corte dei conti.

Sotto il profilo sostanziale ha stabilito che le operazioni di gestione del debito tramite utilizzo di strumenti derivati "devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato" e ribadito che operazioni di questo genere possono essere concluse "solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti".

Dalla norma si evince che il Parlamento non sembra aver voluto introdurre nuovi vincoli, bensì elevare al rango legislativo, o meglio a quello di "principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica di cui agli articoli 117, terzo comma, e 119, secondo comma, della Costituzione", alcuni dei criteri che erano stati previsti, in precedenza, in sede regolamentare ed amministrativa, dai citati decreti e circolari ministeriali.

In quest'ottica, la successiva circolare esplicativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze ha richiamato l'esigenza di "coniugare il doveroso rispetto dell'autonomia della finanza locale con l'imprescindibile riguardo all'economicità complessiva delle operazioni poste in essere dagli enti per la gestione del debito".

Conseguentemente, i limiti che devono essere osservati dagli enti territoriali che intendono dar corso ad operazioni in derivati, ad oggi, risultano essere quattro:

- 1) riduzione del costo finale del debito;
- 2) riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato;
- 3) accessoria rispetto a passività effettivamente dovute;
- 4) contenimento dei rischi di credito assunti.

#### **4) Recenti sviluppi: la finanziaria per il 2008**

Anche con la Finanziaria per il 2008 vi è stato un rafforzamento sia dei poteri di verifica esterni che un richiamo agli obblighi di trasparenza che debbono informare la conclusione di questa particolare tipologia contrattuale.

Anche a seguito della recente crescente consapevolezza dei potenziali rischi che operazioni di questo genere possono comportare, il legislatore ha dettato

alcune nuove regole che verranno esaminati in dettaglio nella relazione che questa Sezione renderà sul bilancio della Regione relativo all'esercizio 2007.

### **III) L'OPERAZIONE DI FINANZA DERIVATA POSTA IN ESSERE DALLA REGIONE LOMBARDIA**

#### ***1) Caratteristiche dell'operazione***

La Regione Lombardia nel 2002 ha posto in essere una complessa operazione finanziaria diretta, in parte, a reperire risorse per effettuare investimenti e, in parte, a ristrutturare una porzione di debito preesistente, mediante la stipula con due intermediari finanziari di contratti collegati, aventi il medesimo contenuto.

Con l'operazione in questione, la Regione ha emesso un prestito obbligazionario, sui mercati internazionali, del valore di un miliardo di US dollari.

Prima di passare all'esame delle specifiche attività poste in essere dall'ente, è opportuno illustrare le varie fasi che, generalmente, caratterizzano operazioni come quella esaminata in questa sede.

Innanzitutto, l'ente che intende procedere all'estinzione anticipata di mutui mediante l'emissione di un prestito obbligazionario deve valutare la convenienza dell'operazione che, in base al dettato normativo richiamato sopra, è l'unica ragione che può giustificare l'operazione.

Accertata la convenienza, l'ente avvia la procedura che conduce all'emissione di un *bond* (titolo obbligazionario), selezionando gli intermediari finanziari che dovranno curare l'operazione e procedere al collocamento del titolo.

Gli intermediari incaricati hanno l'onere di costruire il prodotto finanziario e collocarlo nel mercato prescelto, eventualmente garantendo l'importo.

Dopo aver curato il collocamento del *bond* gli intermediari non hanno alcuna esposizione debitoria nei confronti dell'ente pubblico o degli obbligazionisti perché l'obbligo di far fronte alle cedole periodiche ed alla restituzione del capitale grava, ovviamente, sull'ente che deve farvi fronte con gli ordinari mezzi di bilancio.

Nell'ambito di un rapporto più articolato, qual è quello posto in essere dalla Regione Lombardia, il ruolo degli intermediari finanziari può essere più complesso poiché le parti possono prevedere un loro maggiore intervento nell'operazione,



costruendo un meccanismo che dovrebbe agevolare, dal punto di vista finanziario, l'attività dell'ente durante l'intero svolgimento del rapporto.

Nel caso di specie, come si vedrà in dettaglio, la Regione, ha deciso di far fronte agli impegni derivanti dall'emissione obbligazionaria per il tramite di una complessa ed articolata operazione finanziaria che ha previsto un ruolo centrale degli stessi intermediari finanziari che sono stati incaricati dall'Amministrazione di curare le varie fasi dell'intervento.

In particolare:

- gli intermediari hanno curato il collocamento del prestito obbligazionario trentennale, versando in anticipo alla Regione un importo pari ad un miliardo di US dollari, vale a dire a seguito dello *swap di tasso di cambio*, pari ad euro 1.028.436.312,7;
- la Regione si è impegnata a restituire il capitale agli obbligazionisti in un'unica soluzione alla scadenza del prestito trentennale (modalità *bullet*), costituendo un fondo di ammortamento, mediante accantonamento progressivo, dell'importo relativo alla restituzione del capitale ai possessori dei titoli obbligazionari.

Particolarmente significativa, come si avrà modo di vedere, è la struttura contrattuale che prevede l'obbligo della Regione di procedere all'ammortamento del capitale, secondo un piano prestabilito mediante la costituzione di un fondo per il tramite degli intermediari finanziari, in modo che allo scadere del trentesimo anno l'intero importo capitale risulta versato su conti bancari;

- gli intermediari finanziari si sono impegnati, a loro volta, ad investire le quote di capitale in ammortamento ricevute dalla Regione in titoli predeterminati ed a versare periodicamente, su un conto vincolato da pegno in favore della Regione, gli importi necessari per la costituzione del fondo, in modo che alla scadenza del trentesimo anno, l'intero importo capitale risulterà versato sul conto, cosicché l'ente potrà estinguere il debito contratto con gli obbligazionisti;
- come previsto dalla normativa all'epoca vigente, le parti hanno concluso uno *swap di tasso di cambio*, diretto a neutralizzare il rischio di cambio, poiché l'emissione obbligazionaria era in dollari statunitensi;
- la questione della remunerazione del capitale e la costruzione dei contratti di *swap di tasso* di interesse collegati non si presenta particolarmente complessa, a differenza che in altri casi.

Infatti, le Banche hanno assunto l'onere di versare alla Regione, per tutti gli anni di durata del prestito, un importo determinato dall'applicazione del tasso fisso del 5,804% in US dollari sul capitale nozionale costante, pari a quello che la Regione deve versare ai possessori delle obbligazioni. In questo modo, ogni anno l'ente riceve dagli intermediari finanziari l'importo che utilizza per remunerare il capitale investito dagli obbligazionisti.

La Regione Lombardia, a sua volta, si è obbligata a versare, periodicamente, agli intermediari un importo calcolato con un tasso fisso, che muta in relazione ad alcune soglie stabilite all'interno del contratto e collegate, come si vedrà, alla variazione del tasso Euribor (peraltro, fin d'ora deve essere messo in luce che, anche in considerazione del momento in cui è stato concluso il contratto sono state individuate soglie piuttosto alte che dovrebbero garantire la Regione).

Un'ulteriore avvertenza: il tasso versato dalla Regione è, come si è accennato, *"in amortising"*, vale a dire che viene calcolato unicamente sulla quota capitale che l'ente deve ancora versare agli intermediari finanziari per la costituzione del fondo, mentre il tasso versato da questi ultimi, come si è detto, riguarda l'intero capitale.

La ragione di questa clausola che, a prima vista sembrerebbe incongruente e sbilanciata in favore della Regione è rinvenibile nella circostanza che la parziale remunerazione degli intermediari finanziari sul capitale ricevuto dall'ente pubblico è data dall'utilizzo dello stesso per tutta la durata del rapporto contrattuale, sino al 2032, data nella quale il saldo del conto vincolato diverrà esigibile da parte della Regione.

Tratteggiata, a grandi linee, la struttura dell'operazione occorre procedere ad un analitico esame della stessa, anche al fine di rilevare le ricadute in ordine alla regolarità contabile ed alla sana gestione finanziaria dell'ente.

## **2) La decisione di emettere il prestito obbligazionario**

Nel corso dell'anno 2001, la Giunta Regionale prendeva in considerazione l'opportunità di procedere all'emissione di un prestito obbligazionario al fine di reperire risorse finanziarie e, pertanto, decideva di dotarsi di un programma operativo che permettesse all'ente di operare sui mercati internazionali,

denominato *Euro Medium Term Note Programme (Programma EMTNM)*, consistente in una documentazione standard di presentazione delle caratteristiche normative finanziarie ed economiche della Regione (delibera n. VII/6983, in data 23 novembre 2001).

Considerata la necessità di avvalersi dell'ausilio di intermediari finanziari specializzati incaricava *Merrill Lynch International* e *UBS Warburg* di effettuare le attività connesse al ruolo di *Arrangers* al fine di predisporre un *Programma EMTNM*, dell'importo massimo di 2.000.000.000 di euro, disciplinato dalla legge inglese, e collocato presso la Borsa di Lussemburgo, specificando che i costi inerenti la predisposizione del Programma sarebbero stati a carico dell'intermediario finanziario.

Affidava, inoltre, ai due intermediari finanziari il ruolo di *Lead Managers* e *Bookrunners*, vale a dire di responsabili, in via tra loro congiunta, del collocamento obbligazionario e della gestione degli ordini da parte degli investitori, nonché di capofila di un sindacato di collocamento che vedeva la presenza di numerosi intermediari finanziari operanti sui mercati internazionali.

Successivamente, nella legge di approvazione del bilancio di previsione per l'esercizio 2002, la Giunta regionale veniva specificamente autorizzata a contrarre prestiti obbligazionari in alternativa a mutui, con le specifiche previsioni che la durata non potesse essere superiore ai trenta anni, che ove si procedesse al rifinanziamento di precedenti mutui l'operazione prevedesse una riduzione complessiva del valore finanziario della passività e che ove l'estinzione riguardasse mutui assistiti da fondi dello Stato l'ente potesse far fronte agli oneri utilizzando i fondi provenienti dallo Stato (art. 1, commi 10 e 8 - 8 *quinquies*, della legge regionale 27 dicembre 2001, n. 29, come modificata dall'art. 7 della legge regionale 7 agosto 2002, n. 17).

A seguito delle attività di predisposizione del *Programma EMTNM* da parte degli intermediari finanziari, la Giunta regionale, nel maggio 2002, prendeva atto della predisposizione del Programma e della sua quotazione presso la Borsa del Lussemburgo con il medesimo rating della Regione e decideva di integrare lo stesso mediante la previsione di un'emissione obbligazionaria inaugurale sul mercato USA, in considerazione della sua particolare importanza nel mondo finanziario. A tal fine incaricava *Merrill Lynch International* e *UBS Warburg* di integrare la documentazione necessaria richiesta dalla SEC, organo di controllo del mercato

statunitense, ai fini del collocamento e deliberava di emettere un prestito obbligazionario caratterizzato dalle seguenti caratteristiche:

- a) importo in dollari USA 1.000.000.000 non superiore all'equivalente di Euro 1.200.000.000, finalizzato alla copertura degli investimenti previsti dal Piano decennale delle infrastrutture regionale, nonché alla ristrutturazione del debito;
- b) data di emissione: entro il 31/12/2002;
- c) durata: massima entro trenta anni;
- d) tasso: fisso o variabile in funzione delle condizioni di mercato;
- e) cedole: semestrali posticipate;
- f) rimborso: ammortamento lineare a rate semestrali posticipate, ovvero in unica soluzione alla scadenza in funzione delle preferenze degli investitori e dello standard di mercato;
- g) Swap o eventuale fondo di ammortamento: in caso di emissione obbligazionaria con rimborso in unica soluzione alla scadenza finale del prestito, si provvederà a realizzare una operazione in strumenti derivati – attraverso uno swap, ovvero un fondo per l'ammortamento del debito – laddove la Regione effettuerà rimborsi periodici alle Controparti dello Swap al fine di ricreare un effetto di ammortamento nei pagamenti lungo la durata del prestito obbligazionario, mentre alla scadenza finale dell'operazione le Controparti dello Swap saranno tenute a pagare alla Regione in una unica soluzione un importo capitale corrispondente a quanto dovuto dalla Regione agli obbligazionisti. Le controparti dello Swap potranno impiegare gli importi periodici corrisposti dalla Regione esclusivamente in liquidità ovvero per acquistare titoli obbligazionari di enti pubblici e società a partecipazione statale di Stati appartenenti all'Unione Europea, attività che verranno depositate su di un conto a garanzia della Regione e sulle quali verrà costituita una garanzia reale di diritto inglese ("charge");
- h) Commissioni di collocamento: la commissione da riconoscere ai Lead Managers e Bookrunners per conto dell'intero sindacato di collocamento sarà pari a 0.875% dell'ammontare totale del valore

delle obbligazioni, come da parametro standard per il mercato USA per emissioni trentennali;

- i) Documentazione: Programma MTN esteso con prospetto informativo registrato presso la SEC;
- j) Copertura rischio di cambio: all'atto stesso del lancio dell'operazione, sarà prevista l'attivazione di una operazione in derivati (swap di tasso di cambio) al fine di neutralizzare il rischio di cambio per la Regione. Attraverso tale operazione le Controparti dello Swap corrisponderanno periodicamente alla Regione gli importi in dollari per capitale ed interessi che dovranno essere pagati agli obbligazionisti, mentre la Regione corrisponderà alle Controparti dello Swap un controvalore in Euro predeterminato. Tale operazione potrà essere accompagnata da uno swap di tasso di interesse;
- k) Costo dell'operazione: il costo, comprensivo del tasso di interesse di emissione e della copertura del rischio di cambio, non potrà eccedere il tasso equivalente ad Euribor sei mesi maggiorato al massimo di uno spread di 0.30%.

Stabiliva, inoltre, di concludere il contratto relativo allo swap o all'eventuale fondo di ammortamento e quello inerente la copertura del tasso di cambio con la *Merrill Lynch Capital Markets Bank* e con la *UBS AG*, approvava gli schemi contrattuali dell'*ISDA Master Agreement*, allegati alla stessa delibera, e conferiva mandato irrevocabile al tesoriere regionale, a valere sulle entrate correnti, affinché facesse fronte agli obblighi di ammortamento derivanti dal contratto in favore degli obbligazionisti e degli intermediari finanziari (Delibera di Giunta n. VII/9131, in data 28 maggio 2002).

Successivamente, al fine di dare attuazione all'operazione, la Giunta regionale esaminava la convenienza dell'operazione anche in relazione ai vantaggi fiscali, accertando il vantaggio in almeno 20.966.938 euro, deliberava di procedere all'estinzione anticipata di alcuni mutui per un valore complessivo di euro 398.405.370,22, oltre all'ammontare delle penali (Delibera di Giunta n. VII/9994, in data 26 luglio 2002).

A seguire, nel settembre 2002 sono stati sottoscritti il *Master Agreement ISDA* fra Regione Lombardia e *UBS Warburg* e fra Regione Lombardia e *Merrill*

*Lynch International*, avviata concretamente l'operazione di emissione del prestito obbligazionario.

*2.1) La scelta degli intermediari finanziari: la necessità della procedura selettiva*

L'attività negoziale delle Regioni, così come quella degli altri enti pubblici, deve avvenire secondo le regole della contabilità pubblica che disciplinano lo svolgimento dei compiti propri dell'ente che utilizza risorse della collettività.

L'utilizzo delle risorse non può essere lasciato alla mera discrezionalità degli amministratori o dei funzionari dell'ente, ma deve avvenire secondo criteri che garantiscano il buon andamento dell'attività amministrativa (art. 97 Cost.), in condizione di parità di trattamento e non discriminazione (art. 3 Cost.).

Conseguentemente, anche a prescindere dalla normativa sui contratti pubblici che detta regole, prevalentemente, in relazione ad aspetti inerenti il diritto comunitario, la disciplina relativa alla contabilità pubblica, che è cogente per tutti gli enti pubblici, impone che la scelta di qualsiasi contraente, e quindi anche degli intermediari finanziari con i quali si vogliono negoziare operazioni di carattere finanziario, avvenga per il tramite di procedure selettive di natura concorsuale.

La procedura selettiva deve tendere ad individuare il miglior contraente in relazione all'oggetto del contratto che, quindi, deve essere individuato unitamente alle caratteristiche principali dell'operazione sin dal bando di gara che l'ente pubblico è tenuto a predisporre che, conseguentemente, non può essere generico o riguardare unicamente la sola affidabilità finanziaria e patrimoniale dell'intermediario finanziario.

In particolare, ove l'ente intenda procedere ad una operazione di ristrutturazione del debito deve individuare le principali caratteristiche e le modalità attuative dell'operazione che intende effettuare e poi dar corso alla gara per selezionare la migliore offerta in relazione non solo allo specifico scopo che intende raggiungere ma anche alle modalità che intende seguire.

*2.2) La scelta del contraente da parte di Regione Lombardia*

Come si è visto sopra, la procedura diretta a emettere il prestito obbligazionario ed a concludere i relativi contratti veniva avviata dalla Giunta regionale, con la delibera n. VII/6983, in data 23 novembre 2001, nella quale

venivano individuati gli intermediari finanziari ai quali l'ente affidava lo svolgimento dell'operazione, *Merrill Lynch International e UBS Warburg*.

La scelta di procedere con questi soggetti era motivata dalla circostanza che si trattava di primari intermediari finanziari che operavano sul mercato internazionale, peraltro già prescelti dalla Regione, a seguito di procedura selettiva pubblica, per l'ottenimento del "rating", prodromico secondo quanto riferito dall'ente in sede istruttoria all'avvio della procedura di emissione del prestito obbligazionario.

Le modalità di scelta degli intermediari finanziari da parte della Regione destano qualche perplessità.

E' sicuramente positivo che l'ente abbia affidato la gestione dell'operazione ad intermediari finanziari già prescelti nell'ambito di una procedura selettiva, sia pure attivata al diverso scopo di seguire le procedure di ottenimento del rating che, come ha riferito la Regione era necessario per la successiva operazione finanziaria.

Tuttavia, come questa Sezione ha avuto modo di precisare, ove l'ente pubblico intenda procedere ad una operazione di ristrutturazione del debito deve individuare le principali caratteristiche e le modalità attuative dell'operazione che intende effettuare e poi dar corso alla gara per selezionare gli intermediari finanziari che presentino la migliore offerta in relazione non solo allo specifico scopo che l'ente intende raggiungere ma anche alle modalità che intende seguire<sup>4</sup>.

Anche se la normativa sui contratti pubblici di derivazione comunitaria può presentare incertezze in ordine alle procedure da seguire in relazione alle caratteristiche o agli importi contrattuali e alle eventuali esclusioni, è bene considerare che detta normativa non esaurisce gli obblighi degli enti pubblici che sono tenuti ad osservare le regole della contabilità pubblica che prevedono, in linea generale, che la scelta dei contraenti avvenga mediante procedura selettiva ad evidenza pubblica.

### *2.3) L'utilizzo dei proventi del prestito obbligazionario e la valutazione della convenienza dell'operazione di estinzione anticipata dei mutui*

L'operazione finanziaria posta in essere dalla Regione ha avuto quale scopo quello di reperire risorse finanziarie al fine di estinguere anticipatamente alcuni

---

<sup>4</sup> Delibera n. 62/08, in data 30 aprile 2008

mutui e finanziare alcuni investimenti di diretta pertinenza regionale ovvero assistiti da garanzia dello Stato.

La tabella che segue illustra gli interventi che sono stati finanziati con i proventi derivanti dal prestito obbligazionario.

Il Bond Lombardia, di US\$ 1.000.000.000, emesso nel 2002 ha comportato, a seguito dell'applicazione del tasso di cambio 1€=0,97US\$, un incasso di € 1.028.436.312, 67.

Tale importo è stato destinato al finanziamento dei seguenti investimenti

INVESTIMENTO	IMPORTO IN €
Estinzione del mutuo novennale per il ripiano dei disavanzi di esercizio delle aziende di trasporto contratto con la Banca Popolare di Milano il 12 settembre 1997 - numero di repertorio 3340/UR	23.993.464,86
Estinzione del mutuo novennale per il ripiano dei disavanzi di esercizio delle aziende di trasporto contratto con il Banco di Sicilia il 9 settembre 1997- numero di repertorio 3337/UR.	172.135.495,18
Estinzione del mutuo quindicennale per il ripiano dei disavanzi di esercizio dei servizi di trasporto pubblico locale contratto con il Crediop il 28 settembre 1999 - numero di repertorio 3502/UR	84.973.685,35
Estinzione del mutuo dodicennale per la sostituzione di autobus destinati al trasporto pubblico locale contratto con la Banca Popolare di Milano il 21 marzo 2000 - numero di repertorio 3588/UR	117.302.724,83
Realizzazione di infrastrutture per la mobilità al servizio del nuovo polo esterno della Fiera di Milano	103.950.471,5
Interventi previsti dalla legge 23/12/1999, n. 488 (tpl) - per la sostituzione di autobus destinati al trasporto pubblico locale in servizio da oltre 15 anni, nonché all'acquisto di mezzi di trasporto pubblico di persone a trazione elettrica e di altri mezzi di trasporto pubblico	95.531.351,00
Interventi previsti dalla legge 23/12/2000, n. 388 (tpl) - per la sostituzione di autobus destinati al trasporto pubblico locale in servizio da oltre 15 anni, nonché all'acquisto di mezzi di trasporto pubblico di persone a trazione elettrica e di altri mezzi di trasporto pubblico	46.684.655,75
Interventi previsti dagli artt. 5 e 6 dell'AdPQ in materia di ambiente ed energia, per il finanziamento di impianti di teleriscaldamento urbano e centrali energetiche alimentate a bio massa vegetale	39.125.673,8
Interventi finalizzati alla bonifica e al ripristino ambientale (Sesto S. Giovanni - Pioltello Rodano - Milano Bovisa - Cerro al Lambro)	24.536.439,3
Interventi straordinari previsti dal Terzo Piano per fronteggiare gli eventi alluvionali e dissesti idrogeologici dei mesi di ottobre e novembre 2000	28.617.324,8
Commissioni di collocamento del Bond Lombardia relative al rifinanziamento mutui	3.486.046,99
Parziale copertura degli investimenti effettuati negli anni precedenti per i quali RL ha contabilizzato un disavanzo.	288.098.979,31
<b>Totale:</b>	<b>1.028.436.312,67</b>

Tabella elaborata da Corte dei conti - Sezione regionale di controllo per la Lombardia in base ai dati finanziari forniti dalla Regione Lombardia

Come si evince dalla tabella, l'operazione finanziaria ha riguardato anche l'estinzione anticipata di alcuni mutui, per un importo complessivo di euro 398.405.370,22.



La valutazione della convenienza dell'operazione, presupposto essenziale per poter eseguire il rimborso anticipato dei mutui è stata effettuata dalla Giunta regionale (Delibera di Giunta n. VII/9994, in data 26 luglio 2002).

Dalla delibera della Giunta e dai documenti acquisiti risulta che si sia trattato esclusivamente di una valutazione di tipo finanziario e non economico, poiché è stato effettuato unicamente un confronto fra i flussi finanziari attesi in relazione ai pagamenti inerenti i mutui estinti ed i flussi finanziari attesi dall'operazione di rifinanziamento.

In sede istruttoria, l'ente ha precisato che se anche non risulta esplicitamente dalla delibera della Giunta nella decisione di estinguere anticipatamente alcuni mutui utilizzando il provento del prestito obbligazionario è stato tenuto in considerazione anche l'aspetto della convenienza economica poiché il profilo complessivo del debito non ha subito alcun allungamento, anche in relazione alle modalità di accantonamento delle somme necessarie per la restituzione del capitale agli obbligazionisti.

L'operazione che in concreto l'ente ha deciso di porre in essere - estinzione anticipata dei mutui mediante l'utilizzo parziale del ricavato di un prestito obbligazionario (*bond*), appositamente emesso - presenta alcuni profili meritevoli di approfondimento che, in base alle regole della sana gestione finanziaria, dovrebbero essere presi in considerazione ed attentamente valutati prima di addivenire alla decisione di porre in essere una operazione quale quella decisa ed effettuata dalla Regione Lombardia.

#### *2.4) Il contenuto del contratto*

L'operazione finanziaria posta in essere dalla Regione è stata realizzata attraverso un'emissione obbligazionaria "*bullet*", ovvero con rimborso complessivo del capitale in un'unica soluzione alla scadenza, vale a dire nel 2032.

In base alle modalità di costruzione dell'operazione, la Regione ha ritenuto che tale scadenza fosse quella ritenuta più interessante dagli investitori istituzionali ai quali l'Amministrazione intendeva rivolgersi con l'emissione del prestito obbligazionario.

Il titolo obbligazionario, così come strutturato e in ragione del merito di credito dell'emittente – La Regione Lombardia –, è stato valutato dalle principali agenzie di *Rating*, che hanno assegnato un merito di credito assai elevato.

Dai documenti trasmessi dalla Regione si evince non solo il contenuto dell'operazione e le ragioni che hanno giustificato le singole scelte, ma anche l'intendimento dell'ente di effettuare l'operazione nel pieno rispetto della normativa di riferimento all'epoca vigente, con specifico riguardo all'art. 41 della legge n. 448 del 28 dicembre 2001 poiché, in particolare, la Regione Lombardia ha dato corso alla costituzione del fondo necessario per il rimborso del capitale alla scadenza, mediante una procedura di accumulo progressivo dell'intero capitale che è iniziata nel 2003 e terminerà nel 2032 e che prevede la divisione del capitale in due quote eguali, su conti gestiti da società finanziarie collegate ai due intermediari finanziari che hanno curato l'operazione. A loro volta, *Merrill Lynch International* e *UBS Warburg* si sono impegnate ad investire il capitale versato dalla Regione in titoli concordati fra le parti, a versare su due conti vincolati, a scadenze predefinite, le somme necessarie per costituire un fondo pari al capitale da restituire alla scadenza del 2032 agli obbligazionisti.

In relazione alla parte interessi, le parti hanno previsto uno *swap* di tasso di interesse con il quale *Merrill Lynch International* e *UBS WARBURG* si sono impegnate a versare annualmente, ciascuna per la sua quota, alla Regione Lombardia un tasso fisso pari al 5,804% sull'intero ammontare del Bond fino alla scadenza, vale a dire sull'importo capitale di USD 1.000.000.000, che corrisponde esattamente agli interessi che la Regione si è impegnata a pagare ai sottoscrittori del Bond.

In questo modo la Regione riceve, di anno in anno, le somme necessarie per il pagamento delle cedole che maturano in favore degli obbligazionisti.

La tabella che segue illustra gli importi incassati sinora dalla Regione e quelli versati agli obbligazionisti:

Regione Lombardia ha incassato:				
Cap. 6072 UPB 2.3.189 "Interessi sul Bond Lombardia derivanti da operazioni in derivati – decorrenza 2003 -				
<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
41.542.572,94	46.424.499,30	46.510.735,54	47.173.438,82	51.294.622,29
e contestualmente liquidato				
Cap. 6060 UPB 7.4.0.2.200 "Interessi sul Bond Lombardia trentennale da corrispondere agli obbligazionisti – decorrenza 2003"				
<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
41.542.572,94	46.424.499,30	46.510.735,54	47.173.438,82	51.294.622,29

Tabella elaborata da Corte dei Conti Sezione Regionale di controllo per la Lombardia in base ai dati finanziari forniti dalla Regione Lombardia

A sua volta, la Regione si è impegnata a versare ogni anno agli intermediari finanziari un importo calcolato applicando sul valore del capitale in amortising, vale a dire non ancora versato agli intermediari finanziari in relazione al piano di accumulo, un tasso fisso pari al 5,24%, ove il tasso *euribor* sia inferiore a

- 5,35% sino al 25 ottobre 2007
- 5,75% sino al 25 ottobre 2012
- 6,25% sino al 25 ottobre 2017
- 7,25% sino al 25 ottobre 2022
- 8,25% sino al 25 ottobre 2032

qualora il tasso *euribor* superi la soglia indicata sopra la Regione Lombardia verserà un importo determinato applicando sul capitale *in amortising* il tasso *euribor* 6 mesi.

La tabella che segue indica gli importi sinora versati dalla Regione in favore di *Merrill Lynch International* e di *UBS Warburg*, sia in relazione all'accantonamento del capitale che in relazione allo swap di tasso di interesse.

Ai fini dell'ammortamento, ha invece pagato gli importi sotto riportati\*

	2007	2006	2005	2004	2003
quote in conto interessi	31.365.236,94	34.199.104,13	36.888.207,63	42.629.452,17	48.226.416,38
quote in conto capitale	55.475.283,14	52.641.416,47	49.952.312,45	110.776.167,34	237.712.378,06
<b>TOTALI</b>	<b>86.840.520,08</b>	<b>86.840.520,60</b>	<b>86.840.520,08</b>	<b>153.405.619,51</b>	<b>285.938.794,44</b>
*(in neretto il totale per anno)					

Tabella elaborata da Corte dei conti – Sezione regionale di controllo per la Lombardia in base ai dati finanziari forniti dalla Regione Lombardia

In sintesi, la Regione riceve una quota di interessi fissa calcolata ogni anno sull'intero ammontare del prestito e paga un tasso fisso, sia pure ancorato a parametri che variano in relazione all'andamento del tasso Euribor, calcolato su una quota di capitale in ammortamento e, quindi, decrescente.

Il livello del tasso variabile che la Regione si è impegnata a corrispondere a *Merrill Lynch International* e ad *UBS Warburg* è riferito a soglie molto elevate dell'euribor e pertanto, sotto questo profilo, l'operazione si presenta conveniente per la Regione.

La struttura dei tassi dello *swap* sembra, quindi, conveniente per la Regione e, quindi, sotto questo profilo l'operazione finanziaria non sembra presentare alcuna criticità.

Pertanto, a questo proposito l'unico aspetto da prendere in considerazione è che a fronte della convenienza dello *swap* di tasso di interesse, la Regione ha rinunciato alla remunerazione del capitale progressivamente allocato nel *sinking fund*, con la conseguenza che i proventi derivanti dall'attività di investimento delle somme versate dalla Regione sono di pertinenza di *Merrill Lynch International* e *UBS Warburg*.

Ancora, val la pena sottolineare che gli intermediari finanziari si sono assunti il rischio delle perdite sugli investimenti poiché, indipendentemente dall'andamento dei titoli, sono tenuti a versare sul conto vincolato della Regione le somme previste in base alle scadenze previste nel piano di accantonamento, fatto salvo il rischio di default di uno dei titoli che compongono il paniere di investimento che, al contrario, è assunto dalla Regione.

Si tratta di un rischio che in ragione dei titoli che compongono il paniere può essere considerato non elevato, anche se, in ogni caso, non può essere trascurato.

### **3) La procedura amministrativa seguita dall'ente**

#### **3.1) La procedura amministrativa**

La disciplina speciale introdotta dal legislatore in ordine alla possibilità per le Regioni di concludere contratti relativi a strumenti finanziari derivati non contiene alcuna indicazione in merito a quali siano gli organi dell'ente che debbono intervenire nella procedura che conduce alla conclusione del contratto.

Si applicano, quindi, le ordinarie regole poste dalla normativa di organizzazione della Regione, e, in particolare, da quella di contabilità.

Anche la fine di delineare l'ambito di intervento di ciascun organo occorre richiamare quanto già specificato in precedenza in relazione alla circostanza che questi contratti impegnano l'attività e le risorse dell'ente per molti anni, ponendo vincoli sull'utilizzo delle risorse future. Conseguentemente, un ruolo centrale è riservato al Consiglio regionale, organo esponentiale della popolazione di riferimento dell'ente, che è l'unico soggetto che può valutare l'opportunità e la convenienza di porre vincoli all'utilizzo delle risorse future.

Al Consiglio regionale è riservata, in linea generale, la potestà di adottare gli atti che impegnano e vincolano l'utilizzo delle risorse finanziarie per più esercizi, poiché deve autorizzare, *inter alia*, la contrazione dei mutui e l'emissione dei prestiti obbligazionari.

L'indicazione dei principali obblighi e vincoli finanziari che l'ente intende assumere, rientrano nella competenza dell'organo esecutivo, la Giunta regionale poiché le modalità operative prescelte possono condizionare, la successiva gestione dell'ente.

La Giunta regionale, deve indicare in modo analitico gli indirizzi operativi che devono condurre alla conclusione dell'operazione da parte del Dirigente responsabile di settore.

Al Dirigente preposto al settore di riferimento, nel caso quello dei Servizi finanziari, la disciplina di contabilità riserva ampi poteri di gestione, sempre, però, nel rispetto degli indirizzi stabiliti dalla Giunta regionale, e quindi, in particolare, la

conclusione e l'esecuzione dell'operazione è di competenza del Dirigente responsabile dei Servizi Finanziari.

La particolare complessità di questo tipo di operazioni, anche in relazione ai rischi finanziari che l'ente potrebbe accollarsi dovrebbe indurre ciascun ente a disciplinare in modo preciso e puntuale nel regolamento di contabilità le competenze di ciascun organo in relazione alla conclusione delle operazioni di ristrutturazione del debito mediante l'utilizzo di strumenti derivati, fermo restando il necessario coinvolgimento dei diversi organi che concorrono a comporre l'organizzazione regionale.

### 3.2) *La procedura seguita da Regione Lombardia*

La legge di approvazione del bilancio di previsione dell'ente relativo all'esercizio 2002 conteneva, come si è visto, una specifica autorizzazione alla Giunta regionale di procedere alla ristrutturazione di parte del debito della Regione e di ricorrere all'utilizzo di indebitamento in relazione a nuovi investimenti.

Nell'ambito delle modalità tecniche risultava prevista la possibilità sia di contrarre mutui che di ricorrere all'emissione di un prestito obbligazionario.

Peraltro, già in precedenza, nel novembre del 2001, come si è visto, la Giunta Regionale aveva avviato la procedura per dotare la Regione di uno specifico Programma EMTMN che permettesse all'ente di ricorrere al mercato obbligazionario<sup>5</sup>.

Successivamente, nel maggio 2002, la Giunta regionale, come si è visto sopra, ha deliberato i termini concreti di svolgimento dell'operazione, approvando, altresì, lo schema contrattuale relativo all'operazione<sup>6</sup>.

La Giunta regionale, in particolare, ha definito i termini procedurali dell'operazione prevedendo che la stessa venisse conclusa per il tramite dello schema contrattuale ISDA ed ha incaricato il Direttore Generale della DG Risorse Finanziarie e Bilancio di provvedere all'espletamento di tutti gli incumbenti necessari per la realizzazione dell'emissione obbligazionaria e del perfezionamento dei contratti con *Merrill Lynch International* e *UBS Warburg*.

Inoltre, la Regione, prima dell'emissione del prestito obbligazionario in ottemperanza degli obblighi normativi, ha inviato alla Banca d'Italia ed al Ministero

---

<sup>5</sup> Delibera di Giunta Regionale n. VII/6983, in data 23 novembre 2001

<sup>6</sup> Delibera della Giunta regionale n. 9131, in data 28 maggio 2002

dell'economia e delle finanze la comunicazione inerente l'intenzione di procedere all'emissione.

Successivamente, il Direttore Generale della DG Risorse Finanziarie e Bilancio ha dato corso alle attività che hanno portato alla conclusione del contratto con gli intermediari finanziari che è avvenuta per il tramite dello schema contrattuale e dei relativi allegati conformi all'ISDA *Master Agreement*.

La Regione Lombardia ha stipulato con *UBS Warburg e Merrill Lynch International* uno specifico contratto che contiene l'indicazione dei termini giuridici e finanziari delle clausole di carattere che regolano l'operazione all'interno sia del *Master Agreement*, con riferimento alle clausole generali, che di specifiche "*Schedules*", e una successiva "*Confirmation*", in relazione alle pattuizioni specifiche relative all'operazione.

In relazione al contratto concluso dall'ente occorre mettere in luce che le parti hanno utilizzato i formulari contrattuali predisposti dall'ISDA e, sostanzialmente, hanno accettato la regolamentazione generale dell'operazione ivi prevista, indicando nelle "*Schedules*" allegate e nella successiva "*Confirmation*" le clausole particolari di natura giuridica e finanziaria che hanno caratterizzato l'operazione.

Lo schema contrattuale ISDA, come si è visto sopra, è uno strumento contrattuale molto diffuso all'interno della comunità finanziaria internazionale e contiene clausole e modalità operative già consolidate, ma, come questa Sezione ha avuto modo di precisare<sup>7</sup>, sussistono alcuni dubbi in ordine all'opportunità che esso venga adottato dagli enti pubblici italiani nell'ambito di negoziazioni finanziarie particolarmente complesse che avvengono con operatori finanziari specializzati.

Infatti la redazione dell'intero contratto in lingua inglese, ivi comprese le *Schedules* e la *Confirmation* che contengono le clausole specifiche di riferimento, richiede, sia a chi lo sottoscrive, sia a chi deve effettuare le verifiche una particolare e specifica competenza non solo finanziaria ma anche linguistica, riferita alla specifica terminologia tecnica.

E' evidente che nel caso dell'ente pubblico che gestisce risorse della collettività e prevede un sistema di indirizzo e controllo affidato agli organi elettivi e, in ultima analisi, a tutti i cittadini che, in astratto, potrebbero informarsi a fini di

---

<sup>7</sup> Delibera n. 52, in data 17 aprile 2008

controllo dell'attività dell'ente, sarebbe preferibile che del contratto, ove non concluso in lingua italiana, esistesse una doppia versione in modo da permettere una più attenta e meditata ponderazione di tutti gli aspetti in esso considerati.

In riferimento all'operazione conclusa dalla Regione Lombardia occorre precisare che il testo del *Master Agreement* ISDA è stato esaminato dalla Giunta regionale che lo ha allegato alla delibera con la quale ha avviato l'operazione senza sollevare obiezioni di alcun genere e che, quindi, l'utilizzo di questo strumento è stato attentamente ponderato.

In ogni caso, in relazioni a future operazioni contrattuali internazionali l'ente potrebbe richiedere la presenza di un doppio testo contrattuale, al fine di favorire una più estesa comprensione da parte di tutti gli interessati.

#### **4) Sottoposizione del contratto alla legge inglese e alla giurisdizione inglese**

L'intero rapporto contrattuale è regolato dalla legge e dalla giurisdizione inglese.

Oltre a possibili problemi di diritto internazionale privato, una simile clausola suscita alcune perplessità in ordine alle ricadute che può avere sulla gestione finanziaria della Regione.

Questa Sezione ha messo in luce che la previsione che l'intera operazione venga regolata dalla legge inglese implica una specifica conoscenza da parte dell'ente pubblico della legislazione e della giurisprudenza inglese in forza della quale possono essere fatti valere diritti e obblighi della parte contraente, e addirittura, essere interpretato il contenuto delle clausole contenute nel regolamento contrattuale ISDA<sup>8</sup>.

Oltretutto, si pongono delicati problemi in ordine alla applicabilità delle forme di tutela previste dalla legislazione italiana in favore degli investitori finanziari, qual è, in questa circostanza, la Regione Lombardia, e agli obblighi che fanno carico agli intermediari finanziari, previsti dal Testo Unico in materia finanziaria.

---

<sup>8</sup> Il riferimento è alla citata delibera n. 52 del 17 aprile 2008



Da ultimo, val la pena mettere in luce che ove si profilasse un contenzioso fra le parti, per qualsivoglia causa, la Regione Lombardia non potrebbe adire la giustizia italiana, ma dovrebbe adire i giudici inglesi, con conseguenti maggiori oneri, oltre che difficoltà di conoscenza della legislazione sia sostanziale che processuale.

Peraltro, che l'operazione fosse regolata dalla legge inglese è stato previsto espressamente dalla Giunta regionale che, quindi, ha tenuto conto dei possibili problemi e criticità della scelta.

Tuttavia, ove l'ente intendesse porre in essere altre operazioni di questa natura sarebbe opportuno che, in relazione alle circostanze del caso concreto, venisse svolta un'approfondita disamina in ordine ai possibili problemi che una scelta del genere potrebbe comportare.

#### ***5) Il prestito obbligazionario***

Le modalità di decisione del prestito obbligazionario e la natura ed i termini del contratto, così come descritti negli atti della Regione e risultanti dalla documentazione contrattuale, risultano conformi alla disciplina vigente.

Anche la collocazione non contrasta con alcuna disposizione normativa ed è conforme alla prassi di emissione di questa tipologia di prestiti che, generalmente, vengono collocati sulle piazze più favorevoli.

#### ***6) La costituzione del fondo e l'obbligo di restituzione***

Una particolare attenzione deve essere dedicata alle modalità di costituzione del fondo di ammortamento, considerato che, come si è visto sopra, in esso confluisce progressivamente l'intero capitale che dovrà essere restituito nel 2032 ai possessori delle obbligazioni.

Come si è visto, dai contratti conclusi con i due intermediari finanziari si evince che la Regione in relazione al prestito obbligazionario ha scelto di procedere alla restituzione del capitale in unica soluzione alla scadenza del prestito, nel 2032.

Al fine di garantire la restituzione del capitale agli obbligazionisti e nel rispetto della disciplina introdotta nel 2001 dal legislatore italiano, l'ente ha scelto di costituire un fondo nel quale versare l'intero capitale (*sinking fund*).

Le modalità di costituzione del fondo e la sua operatività devono essere esaminati con attenzione, tenuto conto della circostanza che si tratta dell'accantonamento necessario per far fronte alla restituzione del capitale agli obbligazionisti.

Il capitale viene accantonato mediante una procedura che prevede versamenti annuali che la Regione effettua in favore degli intermediari finanziari che possono utilizzare le somme ricevute solo per effettuare investimenti in titoli indicati in uno specifico paniere, come si vedrà in seguito.

A loro volta gli intermediari finanziari versano sui conti vincolati le somme indicate nel piano di ammortamento che è allegato alla *Confirmation* che è stata conclusa fra le parti per disciplinare le modalità operative del contratto.

In base al piano di ammortamento la Regione nel 2032 avrà versato il complessivo importo di euro 1.028.436.317,7.

Di particolare importanza è la questione inerente i fondi utilizzati dalla Regione per il versamento.

A questo proposito, l'ente, in relazione alla concreta destinazione del prestito obbligazionario, utilizzato per l'importo di euro 288.098.929,30 in relazione ad interventi diretti di competenza regionale e per euro 740.337.336,36 in relazione ad interventi assistiti da una specifica garanzia di intervento dello Stato, ha previsto che le somme che man mano lo Stato trasferisce alla Regione vengano versate nel fondo di ammortamento e, in aggiunta, vengano versate le quote di competenza regionale.

In questo modo l'ente ha stabilito una precisa correlazione tra prestito obbligazionario e destinazione delle risorse.

La tabella che segue, illustra l'andamento finanziario dell'operazione, sino ad oggi, mettendo in luce gli importi versati dallo Stato alla Regione e gli importi da quest'ultima versati agli intermediari finanziari, in relazione alla procedura di accantonamento del capitale.

Regione Lombardia ha incassato, negli esercizi 2003/2007 le annualità trasferite dallo Stato sui seguenti capitoli

CAP.	UPB	2007	2006	2005	2004	2003	DA ESERCIZI PRECEDENTI
4374	2.1.186	0,00	0,00	0,00	66.565.096,81	66.565.096,81	99.847.645,22
5074	2.1.186	9.725.916,32	9.725.916,32	9.725.916,32	9.725.916,32	9.725.916,32	11.770.296,03
5153	2.1.186	15.149.669,21	15.149.669,21	15.149.669,21	15.149.669,21	15.149.669,21	10.191.700,22
6016	2.1.186	1.910.890,53	1.910.890,53	1.910.890,53	1.910.890,53	3.821.781,02	0,00
6019	2.1.186	10.500.000,00	10.500.000,00	10.500.000,00	10.500.000,00	3.614.878,64	0,00
6025	2.1.186	2.737.000,00	2.737.000,00	2.737.000,00	2.737.000,00	3.858.000,00	0,00
6028	2.1.186	3.047.095,70	3.047.095,70	3.047.095,70	3.047.095,70	6.094.191,40	0,00
6031	2.1.186	10.022.088,85	10.022.088,85	10.022.088,85	10.022.088,85	10.022.088,85	0,00
6034	2.1.186	4.661.436,68	4.661.436,68	4.661.436,68	4.661.436,68	4.661.436,68	0,00
TOTALI		57.754.097,29	57.754.097,29	57.754.097,29	124.319.194,10	123.513.058,93	121.809.641,47

Tabella elaborata da Corte dei conti - Sezione regionale di controllo per la Lombardia in base ai dati finanziari forniti dalla Regione Lombardia

Oltre alle modalità di costituzione del fondo sono particolarmente importanti le modalità di investimento delle somme versate dalla Regione agli intermediari finanziari.

Risulta previsto, infatti, che gli intermediari finanziari non siano liberi di investire le somme accantonate nel fondo ma possano solo acquistare titoli di alcune specifiche categorie individuate nel contratto: quali titoli *Sovereign*, *Subsovereign* e *corporate*, specificamente indicati.

La scelta delle parti è stata originata dalla volontà di limitare il possibile rischio collegato all'investimento, scegliendo titoli emessi da soggetti che garantissero solidità finanziaria, non solo nel breve periodo ma anche nel lungo.

L'esame dei soggetti emittenti i titoli oggetto di possibile investimento denota un atteggiamento prudente da parte della Regione che ha previsto la possibilità di investire solo in titoli di primari stati appartenenti all'Unione europea, ovvero di alcune regioni italiane o della Germania e, da ultimo, di alcune società quotate presso le Borse italiane nelle quali lo Stato, al momento dell'emissione, godeva di "golden share".

L'esame delle caratteristiche del fondo mette in luce che si tratta di un fondo particolare assimilabile ad un vero e proprio conto bancario vincolato in favore della Regione.

Questa modalità di accumulo presenta un potenziale rischio per l'ente locale che affida agli intermediari finanziari un importo elevato, destinato a rimborsare gli obbligazionisti, mitigato, peraltro in maniera significativa, dalla circostanza che questi ultimi hanno rilasciato alla Regione, la garanzia data dal vincolo di pegno impresso sulla somma progressivamente versata nel conto.

Conseguentemente il rischio assunto dalla Regione non è assoluto ma è comunque sussistente, sia pure in astratto, poichè, fatto salvo il ricorso alle normali procedure giudiziarie dinanzi al giudice inglese, l'ente non ha alcuna tutela immediata in caso di semplice inadempimento dell'intermediario.

Nell'ipotesi, di insolvenza dell'intermediario la protezione sembra maggiore in relazione al vincolo di destinazione impresso al conto.

Sempre in relazione ai potenziali rischi, occorre mettere in risalto che la Regione ha assunto esplicitamente il rischio inerente il *default* dei titoli che compongono il paniere, con la conseguenza che ove si verificasse questa evenienza la perdita sarebbe a carico dell'ente pubblico e non degli intermediari finanziari.

Considerata la prudenza nell'individuazione dei soggetti emittenti i titoli che possono essere oggetto di investimento e che sono prevalentemente Stati primari dell'Unione europea, Regioni italiane o della Germania, si tratta di un rischio limitato, anche se non può trascurarsi che la situazione dei soggetti prescelti potrebbe mutare, considerata la scadenza del contratto (2032).

### **7) Lo scambio dei flussi di interesse**

Le modalità di scambio del flusso dei tassi di interesse fra le parti nello swap di tasso di interesse sono particolari e peculiari, in ragione del fatto che questa tipologia contrattuale non è autonoma, ma è collegata all'operazione contrattuale globale.

Infatti, gli intermediari finanziari si sono impegnate a corrispondere al Comune per tutta la durata del contratto e sull'intero capitale nozionale un importo annualmente determinato applicando sul nozionale il tasso fisso del 5,804%.

Al contrario, la Regione come si è visto ha assunto l'obbligo di corrispondere a *UBS Warburg* e a *Merril Lynch International* un importo determinato in relazione al capitale in amortising, ad un tasso fisso pari al 5,24%, ove il tasso *euribor* sia inferiore a

- 5,35% sino al 25 ottobre 2007
- 5,75% sino al 25 ottobre 2012
- 6,25% sino al 25 ottobre 2017
- 7,25% sino al 25 ottobre 2022
- 8,25% sino al 25 ottobre 2032

mentre se il tasso *euribor* supera la soglia indicata sopra la Regione Lombardia verserà un importo determinato applicando il tasso *euribor* 6 mesi.

Anche a seguito della variazione delle curve *euribor* le somme che la Regione deve versare agli intermediari sono inferiori a quelle che questi ultimi sono tenuti a versare all'ente pubblico.

Come si è accennato sopra, si tratta di una struttura contrattuale che non sembra presentare particolari problemi per la Regione, anche se gli intermediari finanziari non risultano danneggiati, considerato che possono usufruire dei proventi derivanti dagli investimenti siano di pertinenza degli intermediari finanziari.

### 8) Operazioni di finanza derivata e bilancio regionale

Particolarmente importante è l'esame delle modalità con le quali la Regione ha considerato e considera l'operazione di finanza derivata in questione, anche al fine di verificare la regolarità contabile dell'operato dell'ente.

In relazione alle particolari modalità dell'operazione che prevede la restituzione dell'importo derivante dal prestito obbligazionario nel 2032, l'ente ha allocato nel suo bilancio l'ammontare complessivo del debito in linea capitale, distinguendo, come risulta dalla tabella che segue, fra quota parte del debito riferita ad investimenti regionali diretti e quota parte riferita ad investimenti assistiti da garanzia dello Stato.

#### Esposizione debitoria regionale (al 31 dicembre 2007)

	TOTALE	OBBLIGAZIONI*
<b>DEBITO A CARICO DELLA REGIONE</b>	2.873.100.538,18	288.098.929,30
<b>DEBITO A CARICO DELLO STATO</b>	920.109.124,73	740.337.333,36
TOTALE	3.793.209.662,91	1.028.436.262,65

\*Bond Lombardia

Tabella elaborata da Corte dei conti – Sezione regionale di controllo per la Lombardia in base ai dati finanziari forniti dalla Regione Lombardia

Al fine di fronteggiare eventuali maggiori oneri che dovessero verificarsi in relazione al contratto in esame, la Regione ha stanziato nel bilancio di previsione relativo all'esercizio 2008 un accantonamento di 8 milioni di euro al cap. 347 upb 7.2.0.1.184 "spese contrattuali ed oneri fiscali e diversi a carico della Regione e spese per la contrazione di mutui e per le operazioni riferite all'emissione di prestiti obbligazionari nonché per atti di concessione di garanzie fidejussorie".

Si tratta di un comportamento prudente che risponde ad un criterio di sana gestione finanziaria poiché, anche in assenza di una perdita attuale, l'Ente accantona risorse da destinare alla copertura di eventuali conseguenze negative che dovessero ricadere su esercizi futuri.

Se, come probabile, al termine dell'esercizio in corso, la Regione non avrà utilizzato il predetto importo, sarebbe comunque auspicabile che tale accantonamento non confluisse fra le economie di esercizio, ma venisse conservato all'interno del bilancio, eventualmente integrato di ulteriori importi, in modo da poter far fronte alla copertura di eventuali rischi. A tal fine, fatta salva la

discrezionalità dell'ente, potrebbe risultare opportuno procedere ad una reiscrizione dell'importo accantonato del bilancio relativo all'esercizio successivo.

### **9) Il Mark to market**

Nell'ambito dell'esame dei prodotti finanziari derivati una sempre maggiore attenzione è riservata al *mark to market* ed alle sue evoluzioni.

Non si tratta della indicazione di un vero e proprio valore del contratto, ma del valore atteso in base all'evoluzione del mercato che tiene conto della particolare struttura di ciascun contratto, valutata in relazione all'evoluzione del mercato finanziario dei tassi di interesse.

Non rappresenta, quindi, un valore assoluto, ma una valutazione che muta ad ogni variazione, anche giornaliera, del mercato e che viene calcolato in base alle attese sull'evoluzione dei tassi di interesse in relazione alla struttura contrattuale. Il calcolo contiene, ovviamente, elevati margini di aleatorietà, ma le strutture contrattuali complesse permettono di individuare precise linee di tendenza del contratto.

Al fine di valutare gli impegni che potenzialmente l'ente dovrà sostenere in relazione al contratto è opportuno che vi sia un monitoraggio costante del *mark to market* e che le decisioni, anche di costruzione dei bilanci di previsione dell'ente, siano assunte tenendo conto della potenziale passività e delle conseguenti risorse necessarie per farvi fronte.

In relazione alla situazione di Regione Lombardia occorre mettere in luce, in base ai documenti acquisiti, che l'ente segue costantemente l'evoluzione del mercato e la valutazione del *mark to market*, relativo alla complessiva operazione finanziaria posta in essere dalla Regione che alla data del 16 maggio 2008, in base ai dati forniti dai due intermediari finanziari, è pari ad euro 83.831.726 quanto a *Merrill Lynch International* e ad euro 63.935.662 quanto a *UBS Warburg*. Si tratta del risultato relativo alla valutazione complessiva dell'operazione, che tiene conto dell'andamento dello swap di tasso di interesse, dello swap di tasso di cambio e del sinking fund.

Quanto all'analisi in ordine ai criteri di formazione del Mark to Market e delle voci che lo compongono si rinvia allo specifico capitolo che verrà inserito nella relazione sul rendiconto e sulla gestione finanziaria regionale.

### ***10) La rappresentazione in bilancio dei contratti di finanza derivata***

Il legislatore, anche al fine di favorire un'adeguata informativa in relazione alla particolare struttura finanziaria dei bilanci degli enti territoriali, ha preso in considerazione la necessità che nell'ambito del bilancio degli enti territoriali vi sia traccia dei contratti di finanza derivata, stabilendo, con la legge finanziaria per il 2008, l'obbligo di allegare al bilancio di ciascun ente una nota mediante la quale venga espressa la valutazione degli oneri e dei rischi finanziari correlati ai contratti relativi a strumenti finanziari derivati.

Si tratta di un primo passo diretto ad evidenziare quale sia la reale situazione finanziaria dell'ente, anche al fine di porre in atto interventi correttivi, in relazione ai possibili impegni finanziari futuri.

La nota di accompagnamento relativa ai prodotti finanziari derivati deve essere allegata sia al bilancio di previsione che al rendiconto poiché in relazione ad entrambi è necessario precisare l'esatta situazione in cui si trova l'ente.

In sede di bilancio di previsione, la nota riveste un ruolo importante poiché la gestione corrente che l'ente intende effettuare deve essere coerente con gli impegni finanziari e con le possibili ricadute negative che l'operazione finanziaria può avere sull'ente.

Ove l'ente abbia approvato il bilancio di previsione prima dell'entrata in vigore della legge finanziaria per il 2008 è opportuno che la nota venga predisposta ed allegata alla prima variazione al bilancio di previsione che l'ente intende approvare.

In sede di rendiconto deve essere allegata poi una nota specifica che, partendo dalle possibili negatività derivanti dal contratto ed al fine di evitare possibili conseguenze negative, indichi se l'Amministrazione ha previsto che una parte delle entrate ovvero dell'avanzo di amministrazione sia stato vincolato al finanziamento di quella spesa, ove maturi una differenza negativa, come suggeriscono le regole di prudenza e sana gestione finanziaria.

La Regione Lombardia, anche in assenza del decreto ministeriale attuativo della previsione legislativa, ha predisposto una specifica nota che contiene



l'indicazione delle caratteristiche principali dell'operazione che è allegata al progetto di legge di approvazione dell'assestamento di bilancio 2008.

### ***11) L'assenza di rinegoziazioni***

Una delle caratteristiche che si riscontra nell'esame dei contratti inerenti operazioni di finanza derivata è quella dell'alto tasso di modifica e rinegoziazioni delle operazioni originarie. Come questa Sezione ha messo in luce in numerose occasioni, si tratta di un fenomeno che pone dei seri problemi in ordine ad una sana e corretta gestione finanziaria.

A questo proposito deve essere messo in luce che l'operazione finanziaria posta in essere dalla Regione Lombardia è caratterizzata, finora, da un elevatissimo grado di stabilità poiché non ha subito alcuna modifica.

Si tratta, indubbiamente, di un elemento positivo poiché il mancato aggiornamento delle condizioni contrattuali è indice dell'equilibrio delle condizioni contrattuali.

### CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Nell'ambito dell'approvazione del programma del controllo successivo sulla gestione della Regione Lombardia, da svolgere nel 2008, questa Sezione ha deliberato di svolgere, tra l'altro, un'indagine sulle forme di finanza innovativa posta in essere dalla Regione, con particolare riferimento all'utilizzo di strumenti finanziari derivati.

La presente relazione, è stata predisposta utilizzando i dati trasmessi in un apprezzato spirito collaborativo dalla Regione che ha fattivamente collaborato, al fine di esprimere una valutazione in ordine ad una particolare modalità di gestione dell'attività finanziaria che negli ultimi anni ha conosciuto un'ampia espansione nell'ambito degli enti pubblici.

La Sezione, inoltre, si prefigge anche l'ulteriore finalità di mettere in evidenza elementi valutativi utili per iniziare a comprendere, nell'ambito del territorio della Regione Lombardia, quali siano le modalità della gestione dell'attività finanziaria e quanto esteso sia il ricorso alla finanza innovativa.

1. Al fine di meglio comprendere la natura e le finalità delle osservazioni contenute nella presente delibera occorre mettere in luce le ragioni della presente verifica.

E' utile ricordare che il legislatore precisando con la legge n. 131 del 2003 che le Sezioni regionali della Corte dei conti hanno la competenza ad esaminare la sana gestione finanziaria delle Regioni e degli altri enti territoriali ha inteso fornire agli enti in questione un ausilio al fine di migliorare l'azione amministrativa e la gestione finanziaria. Infatti, la finalità dell'attività di controllo della Corte dei conti non è quella di sanzionare i comportamenti degli amministratori o dei funzionari pubblici o le loro scelte amministrative, bensì quella di mettere in luce i punti di forza e di debolezza dell'azione amministrativa e, in particolare, della gestione finanziaria, in modo da consentire agli amministratori di adottare le misure necessarie per modificare eventuali attività che, da un lato, non rispondano ai canoni dell'efficienza, efficacia ed economicità cui l'azione amministrativa deve tendere o, dall'altro, non tengano nel dovuto conto le previsioni normative.

In relazione a questa finalità del controllo sulla sana gestione finanziaria affidato alla Corte dei conti, ribadita in più occasioni dalla Corte costituzionale, i risultati dell'indagine devono essere esaminati dal Consiglio regionale, destinatario della presente delibera, considerando i singoli rilievi non quali valutazioni positive o

negative delle operazioni poste in essere dall'ente, ma quale stimolo a riflettere sugli eventuali interventi da effettuare nel breve, medio e lungo periodo.

2. Il nuovo ruolo che le Regioni sono andate assumendo nell'ambito della Repubblica, anche a seguito della riforma costituzionale del 2001, comporta modifiche profonde nell'ordinamento e, in particolare, nell'ambito della disponibilità ed utilizzo delle risorse finanziarie necessarie per far fronte ai compiti ed attività di pertinenza dell'ente.

Occorre tenere conto, inoltre, che la progressiva riduzione delle risorse che negli ultimi anni ha caratterizzato tutto il sistema della finanza pubblica, anche in relazione al rispetto dei parametri inerenti il Patto di stabilità e crescita europeo, ha influito sull'attività finanziaria degli enti territoriali e, in particolare, per quanto interessa in questa sede delle Regioni.

Quale conseguenza di questi due fenomeni si è avuta una significativa estensione dell'utilizzo di strumenti di finanza derivata che, nella più parte dei casi, sono correlati all'indebitamento degli enti pubblici, ma solo in alcuni casi rientrano, a tutti gli effetti, nel debito, mentre negli altri sono delle modalità di gestione dell'indebitamento.

In relazione all'utilizzo degli strumenti di finanza derivata da parte degli enti territoriali, la Corte dei conti, a partire dal 2004, ha attuato un progressivo monitoraggio, segnalando al Parlamento le possibili situazioni di criticità, mettendo anche in luce natura e validità delle singole clausole contenute nelle varie tipologie contrattuali.

Per quanto riguarda la Regione Lombardia, la Sezione ha avviato una verifica su tutti gli enti territoriali allo scopo di esaminare le ricadute in ordine alla sana gestione finanziaria degli enti di tutte le operazioni contrattuali relative a contratti di finanza derivata.

3. Un'osservazione preliminare è necessaria. L'operazione posta in essere dalla Regione Lombardia ed esaminata in questa sede è l'unica operazione di finanza derivata che la Regione ha concluso in questi anni.

Se si considerano i problemi che questa tipologia di operazioni sta provocando nella realtà delle Regioni e degli enti territoriali e l'utilizzo anche al di fuori delle finalità previste dal legislatore che alcuni enti hanno fatto in questi anni, il comportamento di Regione Lombardia appare improntato ad una sana e prudente gestione, rimarcato dalla circostanza che l'operazione conclusa nel 2002 non ha

subito alcuna rinegoziazione, al contrario di moltissime altre concluse da altri enti che vengono continuamente modificate.

4. La Regione Lombardia nel 2002 ha posto in essere una complessa operazione finanziaria diretta, in parte, a reperire risorse per effettuare investimenti e, in parte, a ristrutturare una porzione di debito preesistente, mediante la stipula con due intermediari finanziari di contratti collegati, aventi il medesimo contenuto.

Con l'operazione in questione, la Regione ha emesso un prestito obbligazionario, sui mercati internazionali, del valore di un miliardo di US dollari.

L'operazione finanziaria posta in essere dalla Regione è stata realizzata attraverso un'emissione obbligazionaria "bullet", ovvero con rimborso complessivo del capitale in un'unica soluzione alla scadenza, vale a dire nel 2032.

Le modalità dell'operazione possono essere sintetizzate nei termini che seguono.

Gli intermediari finanziari prescelti hanno curato il collocamento del prestito obbligazionario trentennale, versando in anticipo alla Regione un importo pari ad un miliardo di US dollari, vale a dire a seguito dello *swap di tasso di cambio*, pari ad euro 1.028.436.312,7.

La Regione si è impegnata a costituire un fondo di ammortamento dell'importo relativo alla restituzione del capitale ai possessori dei titoli obbligazionari, mediante accantonamento progressivo per il tramite degli intermediari finanziari che, a loro volta, si sono impegnati ad investire le quote di capitale ricevute dalla Regione in titoli emessi da enti primari individuati nel contratto ed a versare su un conto vincolato da pegno in favore della Regione gli importi necessari per la costituzione del fondo. In questo modo alla scadenza del trentesimo anno, l'intero importo capitale risulterà versato sul conto, cosicché l'ente potrà estinguere il debito contratto con gli obbligazionisti.

Come previsto dalla normativa all'epoca vigente, le parti hanno concluso uno swap di tasso di cambio, diretto a neutralizzare il rischio di cambio, poiché l'emissione obbligazionaria era in dollari statunitensi.

La questione della remunerazione del capitale e la costruzione del contratto di *swap di tasso di interesse* collegato non si presenta particolarmente complessa.

Infatti, le Banche hanno assunto l'onere di versare alla Regione, per tutti gli anni di durata del prestito, un importo determinato dall'applicazione del tasso fisso del 5,804% in US dollari sul capitale nozionale costante; tasso pari a quello

che la Regione deve versare ai possessori delle obbligazioni. In questo modo, ogni anno l'ente riceve dagli intermediari finanziari l'importo che utilizza per remunerare il capitale investito dagli obbligazionisti.

La Regione Lombardia, a sua volta, si è obbligata a versare, periodicamente, agli intermediari un importo calcolato sul capitale *in amortising*, con un tasso fisso che muta in relazione ad alcune soglie stabilite all'interno del contratto e collegate alla variazione del tasso Euribor.

5. La procedura diretta ad emettere il prestito obbligazionario ed a concludere i relativi contratti è stata avviata dalla Giunta regionale, in data 23 novembre 2001, con l'individuazione diretta degli intermediari finanziari ai quali l'ente affidava lo svolgimento dell'operazione: Merrill Lynch International e UBS Warburg, prescelti dalla Regione tramite una procedura selettiva diretta ad ottenere assistenza nelle procedure per l'ottenimento del rating.

E' sicuramente positivo che l'ente abbia affidato la gestione dell'operazione ad intermediari finanziari già prescelti nell'ambito di una procedura selettiva, ma ove un ente pubblico intenda procedere ad una operazione di ristrutturazione del debito deve individuare le principali caratteristiche e le modalità attuative dell'operazione che intende effettuare e poi dar corso ad una specifica gara per selezionare gli intermediari finanziari che presentino la migliore offerta in relazione non solo allo specifico scopo che l'ente intende raggiungere ma anche alle modalità attuative che intende seguire.

E' ben vero che la normativa sui contratti pubblici può presentare incertezze in ordine alle procedure da seguire in relazione alle caratteristiche o agli importi contrattuali, ma è bene considerare che detta normativa non esaurisce gli obblighi degli enti pubblici che sono tenuti ad osservare le regole della contabilità pubblica che prevedono, in linea generale, che la scelta dei contraenti avvenga per ogni tipo di contratto mediante procedura selettiva ad evidenza pubblica.

6. In ordine alla procedura amministrativa seguita dalla Regione si osserva che l'ente ha operato correttamente poiché nella stessa sono intervenuti sia il Consiglio che la Giunta regionale ed i Dirigenti di settore, ciascuno in relazione alle sue specifiche competenze.

La legge di approvazione del bilancio di previsione dell'ente relativo all'esercizio 2002 conteneva una specifica autorizzazione alla Giunta regionale affinché procedesse alla ristrutturazione di parte del debito della Regione e

ricorresse all'utilizzo di indebitamento in relazione a nuovi investimenti e, nell'ambito delle modalità tecniche attuative, risultava prevista la possibilità sia di contrarre mutui che di ricorrere all'emissione di un prestito obbligazionario.

La Giunta regionale ha approvato i termini concreti di svolgimento dell'operazione, compreso lo schema contrattuale, e ha definito i termini procedurali prevedendo che la stessa venisse conclusa per il tramite dello schema contrattuale ISDA.

Il Direttore Generale della DG Risorse Finanziarie e Bilancio ha dato corso alle attività che hanno portato alla conclusione del contratto con gli intermediari finanziari.

7. In relazione al contratto concluso dall'ente occorre mettere in luce che le parti hanno utilizzato i formulari contrattuali predisposti dall'ISDA e, sostanzialmente, hanno accettato la regolamentazione generale dell'operazione ivi prevista, indicando nelle "Schedules" allegate e nella successiva "Confirmation" le clausole particolari di natura giuridica e finanziaria che hanno caratterizzato l'intervento.

Lo schema contrattuale ISDA è uno strumento molto diffuso all'interno della comunità finanziaria internazionale e contiene clausole e modalità operative già consolidate, ma, come questa Sezione ha avuto modo di precisare in un'altra occasione, sussistono alcuni dubbi in ordine all'opportunità che esso venga adottato dagli enti pubblici italiani nell'ambito di negoziazioni finanziarie particolarmente complesse che avvengono con operatori finanziari specializzati.

In riferimento all'operazione conclusa dalla Regione Lombardia occorre precisare, peraltro, che il testo del Master Agreement ISDA è stato esaminato dalla Giunta regionale che lo ha allegato alla delibera con la quale ha avviato l'operazione senza sollevare obiezioni di alcun genere e che, quindi, l'utilizzo di questo strumento risulta attentamente ponderato dall'ente.

8. L'intero rapporto contrattuale è regolato dalla legge e dalla giurisdizione inglese.

Oltre a possibili problemi di diritto internazionale privato, una simile clausola suscita alcune perplessità in ordine alle ricadute che può avere sulla gestione finanziaria della Regione.

Peraltro, che l'operazione fosse regolata dalla legge inglese è stato previsto espressamente dalla Giunta regionale che, quindi, ha tenuto conto dei possibili problemi e criticità della scelta.

Tuttavia, ove l'ente intendesse porre in essere altre operazioni di questa natura sarebbe opportuno che, in relazione alle circostanze del caso concreto, venisse svolta un'approfondita disamina in ordine ai possibili problemi che una scelta del genere potrebbe comportare.

9. Alcune considerazioni debbono essere svolte in relazione all'accantonamento del capitale che dovrà essere restituito agli obbligazionisti alla scadenza del trentesimo anno.

Gli intermediari finanziari non sono liberi di investire le somme versate dalla Regione con la finalità dell'accantonamento, ma possono solo acquistare titoli di alcune specifiche categorie individuate nel contratto.

La scelta delle parti è stata originata dalla volontà di limitare il possibile rischio collegato all'investimento, scegliendo titoli emessi da soggetti che garantissero solidità finanziaria, non solo nel breve periodo ma anche nel lungo.

L'esame delle caratteristiche del fondo sul quale le banche devono versare periodicamente gli importi relativi all'accantonamento, mette in luce che si tratta di un fondo particolare assimilabile ad un vero e proprio conto bancario vincolato da pegno in favore della Regione.

Questa modalità di accumulo presenta per l'ente locale che affida agli intermediari finanziari un importo elevato, destinato a rimborsare gli obbligazionisti, un potenziale rischio, mitigato, peraltro in maniera significativa, dalla circostanza che Merrill Lynch International e UBS Warburg hanno rilasciato alla Regione la garanzia data dal vincolo di pegno impresso sulla somma progressivamente versata nel conto.

Conseguentemente il rischio assunto dalla Regione non è assoluto ma relativo, poiché, sia pure in astratto, fatto salvo il ricorso alle normali procedure giudiziarie dinanzi al giudice inglese, l'ente non ha alcuna tutela immediata in caso di semplice inadempimento dell'intermediario.

Nell'ipotesi, di insolvenza dell'intermediario la protezione sembra maggiore in relazione al vincolo di destinazione impresso al conto.

Sempre in relazione ai potenziali rischi, occorre mettere in risalto che la Regione ha assunto esplicitamente il rischio inerente il *default* dei titoli che compongono il paniere, con la conseguenza che ove si verificasse questa evenienza la perdita sarebbe a carico dell'ente pubblico e non degli intermediari finanziari. Considerata la prudenza nell'individuazione dei soggetti emittenti i titoli che

possono essere oggetto di investimento si tratta di un rischio limitato, anche se non può trascurarsi che la situazione dei soggetti prescelti potrebbe mutare, considerato che il contratto verrà a scadere solo nel 2032.

10. Le modalità di scambio del flusso dei tassi di interesse fra le parti nello swap di tasso di interesse sono particolari e peculiari, in ragione del fatto che questa tipologia contrattuale non è autonoma, ma è collegata all'operazione contrattuale complessiva.

Infatti, gli intermediari finanziari si sono impegnati a corrispondere al Comune per tutta la durata del contratto e sull'intero capitale nozionale un importo annualmente determinato applicando sul nozionale il tasso fisso del 5,804%.

Al contrario, la Regione ha assunto l'obbligo di corrispondere a *UBS Warburg* e a *Merril Lynch International* un importo determinato in relazione al capitale in amortising, ad un tasso fisso pari al 5,24%, ove il tasso *euribor* sia inferiore a

- 5,35% sino al 25 ottobre 2007
- 5,75% sino al 25 ottobre 2012
- 6,25% sino al 25 ottobre 2017
- 7,25% sino al 25 ottobre 2022
- 8,25% sino al 25 ottobre 2032

mentre se il tasso *euribor* supera la soglia indicata sopra la Regione Lombardia verserà un importo determinato applicando il tasso *euribor* 6 mesi sul capitale ancora da ammortare.

Anche a seguito della variazione delle curve *euribor* le somme che la Regione deve versare agli intermediari sino ad oggi sono state inferiori a quelle che questi ultimi sono tenuti a versare all'ente pubblico.

Si tratta di una struttura contrattuale che non sembra presentare particolari problemi per la Regione, anche se gli intermediari finanziari non risultano sfavoriti, considerato che possono usufruire dei proventi derivanti dagli investimenti sulle somme loro versate dalla Regione.

11. Nell'ambito dell'esame degli strumenti contrattuali di finanza derivata una sempre maggiore attenzione è riservata all'ammontare del *mark to market* ed alle sue evoluzioni.

Non si tratta della indicazione di un vero e proprio valore del contratto, ma del valore atteso in base all'evoluzione del mercato che tiene conto della particolare



struttura di ciascun contratto, valutata in relazione all'evoluzione del mercato finanziario dei tassi di interesse.

In relazione alla situazione di Regione Lombardia occorre mettere in luce che l'ente segue costantemente l'evoluzione del mercato e che, in base ai dati forniti dagli intermediari finanziari, la valutazione del *mark to market*, alla data del 16 maggio 2008, si presenta complessivamente positiva per l'ente poiché il valore è pari a euro + 83.831.726, quanto al contratto concluso con *Merrill Lynch International* e a euro + 63.935.662, quanto al contratto concluso con *UBS Warburg*. Si tratta del risultato relativo alla valutazione complessiva dell'operazione, che tiene conto dell'andamento dello swap di tasso di interesse, dello swap di tasso di cambio e del sinking fund.

12. Il legislatore, anche al fine di favorire un'adeguata informativa in relazione alla particolare struttura finanziaria dei bilanci degli enti territoriali, ha preso in considerazione la necessità che nell'ambito del bilancio degli enti territoriali vi sia traccia dei contratti di finanza derivata, stabilendo, con la legge finanziaria per il 2008, l'obbligo di allegare al bilancio di ciascun ente una nota che deve indicare la valutazione degli oneri e dei rischi finanziari correlati ai contratti relativi a strumenti finanziari derivati.

Si tratta di un primo passo diretto ad evidenziare quale sia la reale situazione finanziaria dell'ente, anche al fine di porre in atto interventi correttivi, ove necessario in relazione ai possibili impegni finanziari futuri.

La Regione Lombardia, anche in assenza del decreto ministeriale attuativo della previsione legislativa, ha predisposto una specifica nota che contiene l'indicazione delle caratteristiche principali dell'operazione che è allegata al progetto di legge di approvazione dell'assestamento di bilancio 2008.

13. Al fine di fronteggiare eventuali maggiori oneri che dovessero verificarsi in relazione al contratto in esame, la Regione ha stanziato nel bilancio di previsione relativo all'esercizio 2008 un accantonamento di 8 milioni di euro. Si tratta di un comportamento prudente che risponde ad un criterio di sana gestione finanziaria poiché, anche in assenza di una perdita attuale, accantona risorse da destinare alla copertura di eventuali conseguenze negative che dovessero ricadere su esercizi futuri.

Se, come probabile, al termine dell'esercizio in corso, la Regione non avrà utilizzato il predetto importo, sarebbe comunque auspicabile che tale

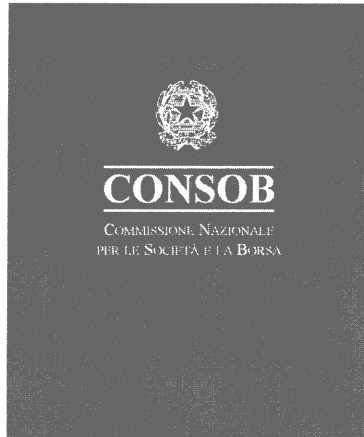
accantonamento non confluisse fra le economie di esercizio, ma venisse conservato all'interno del bilancio, eventualmente integrato di ulteriori importi, in modo da poter far fronte alla copertura di eventuali rischi. A tal fine, fatta salva la discrezionalità dell'ente, potrebbe risultare opportuno procedere ad un reinscrizione dell'importo accantonato nel bilancio relativo all'esercizio successivo.

14. Una delle caratteristiche che si riscontra nell'esame dei contratti inerenti operazioni di finanza derivata è quella della rinegoziazione delle operazioni originarie, mediante la conclusione di nuovi contratti che modificano alcune delle condizioni finanziarie dei contratti originari. Come questa Sezione ha messo in luce in numerose occasioni, si tratta di un fenomeno che pone dei seri problemi in ordine ad una sana e corretta gestione finanziaria degli enti territoriali.

A questo proposito, deve essere messo in luce che l'operazione finanziaria posta in essere dalla Regione Lombardia è caratterizzata, finora, da un elevatissimo grado di stabilità poiché non ha subito alcuna modifica.

Si tratta, indubbiamente, di un elemento positivo poiché il mancato aggiornamento delle condizioni finanziarie è indice dell'equilibrio delle condizioni contrattuali.

Considerata l'importanza dell'operazione finanziaria oggetto della presente relazione, anche con riferimento alla sua durata, la Sezione si riserva di esaminarne l'evoluzione, illustrando l'andamento contrattuale ed i suoi riflessi sulla situazione finanziaria dell'ente ogni anno in sede di esame del rendiconto della Regione.



**I PRINCIPALI PRODOTTI DERIVATI**  
**ELEMENTI INFORMATIVI DI BASE**





**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

**I principali  
prodotti derivati  
Elementi informativi di base**

## Sommario

Pag. 5	<b>I. Premessa</b>
Pag. 6	<b>II. Cosa sono i prodotti derivati</b>
Pag. 9	<b>III. Principali categorie di prodotti derivati</b>
Pag. 9	1. <b>I contratti a termine</b>
Pag. 14	1.1 I contratti forward
Pag. 16	1.2 I contratti future
Pag. 24	2. <b>Gli swap</b>
Pag. 26	2.1 Gli interest rate swap
Pag. 31	2.2 I currency swap
Pag. 33	2.3 Gli asset swap
Pag. 38	2.4 I credit default swap
Pag. 42	2.5 I total return swap
Pag. 45	2.6 Altre tipologie di contratti swap
Pag. 46	3. <b>Le opzioni</b>

## PRODOTTI FINANZIARI DERIVATI

### I. PREMESSA

Se non si è esperti di finanza, affrontare il tema dei **prodotti derivati** (o, più semplicemente, derivati) crea sempre disagio. E' come entrare in un campo di cui non si conoscono esattamente i confini e le caratteristiche. Si sa solo che è accidentato.

Questa sensazione è in parte giustificata: i prodotti derivati sono **strumenti complessi**, destinati ad **investitori professionali**, o quanto meno **evoluti**, che sappiano sfruttare le numerose opportunità che offrono e, nel contempo, siano in grado di valutare e gestire correttamente i relativi rischi, che sono notevoli.

Ma anche risparmiatori "normali", con un po' di pazienza e concentrazione, possono imparare gli **elementi base** dei principali prodotti derivati sul mercato.

Questo è l'obiettivo di questa iniziativa di investor education: accompagnare il risparmiatore in un percorso di apprendimento che, attraverso la comprensione delle caratteristiche fondamentali, delle finalità e dei

rischi dei singoli prodotti, conduca ad una **conoscenza di carattere generale** dei principali prodotti derivati.

Questo tipo di conoscenza è **utile**, oltre che per accrescere la propria cultura finanziaria, per comprendere l'uso che dei derivati viene effettuato nell'ambito di altri prodotti finanziari, a volte molto diffusi fra il pubblico. Si potrà quindi capire, ad esempio, cosa vuol dire che un fondo comune si copre dal rischio dell'andamento di un certo mercato azionario attraverso la conclusione di contratti di opzione. Oppure si potrà avere chiara la natura delle obbligazioni strutturate che, accanto alla componente obbligazionaria, presentano componenti derivative che legano il profilo rischio-rendimento a parametri diversi da quelli tipici dell'investimento obbligazionario.

**Non è sufficiente per investire** direttamente. Chi vuol proprio farlo deve studiare di più, ricordando la **regola fondamentale**: prima di investire in prodotti complessi bisogna conoscerne a fondo le caratteristiche e le modalità in cui esse interferiscono con gli andamenti di mercato, generando profitti e perdite. E questo è proprio il caso dei prodotti derivati.

## **II. COSA SONO I PRODOTTI DERIVATI**

Il termine "derivati" indica la caratteristica fondamentale di questi prodotti: il loro valore

**deriva** dall'andamento del valore di una attività ovvero dal verificarsi nel futuro di un evento osservabile oggettivamente.

L'attività, ovvero l'evento, che possono essere di qualsiasi natura o genere, costituiscono il "**sottostante**" del prodotto derivato.

La relazione – determinabile attraverso funzioni matematiche – che lega il valore del derivato al sottostante costituisce il risultato finanziario del derivato, anche detto "**pay-off**".

I prodotti derivati sono utilizzati, principalmente, per tre **finalità**:

- ridurre il rischio finanziario di un portafoglio preesistente (finalità di **copertura** o, anche, hedging);
- assumere esposizioni al rischio al fine di conseguire un profitto (finalità **speculativa**);
- conseguire un profitto privo di rischio attraverso transazioni combinate sul derivato e sul sottostante tali da cogliere eventuali differenze di valorizzazione (finalità di **arbitraggio**).

Il problema più complesso dei derivati è, da sempre, quello della determinazione del loro **valore** o, meglio della sua **stima**. E' un aspetto particolarmente importante e, nello stesso tempo, critico, in quanto richiede complesse attività di analisi.

Abbiamo già detto che esso varia in relazione all'andamento del sottostante, secondo una



relazione, propria di ciascun derivato, rappresentata da una funzione matematica. In questo senso si afferma che il valore dei prodotti derivati è connesso sia al **sottostante** che al **pay-off**.

La **stima del valore** dei prodotti derivati, ad un certo momento, richiede la capacità di simulare i **possibili scenari futuri** del sottostante al fine di determinare, per ciascuno scenario, il conseguente valore del pay-off. Pertanto, il valore del derivato è la media dei valori assunti dal pay-off ponderati per le probabilità di accadimento di ciascuno scenario (avranno maggiore peso gli scenari più probabili), scontata del valore finanziario del tempo (e cioè riportata al momento della valutazione).

**Diversi** dai prodotti derivati sono i prodotti **strutturati**, che sono costituiti dalla combinazione, in un unico prodotto, di uno o più prodotti finanziari con uno o più prodotti derivati, in maniera tale da modificare strutturalmente l'originario profilo di rischio/rendimento dei singoli prodotti. Tipico esempio sono le obbligazioni strutturate, per le quali è presente nel sito della Consob un'apposita iniziativa di investor education.

### III. PRINCIPALI CATEGORIE DI PRODOTTI DERIVATI

#### 1. I CONTRATTI A TERMINE

Un contratto a termine è un accordo tra due soggetti per la **consegna** di una determinata quantità di un certo **sottostante** ad un **prezzo** (prezzo di consegna) e ad una **data** (data di scadenza o maturity date) prefissati.

Il sottostante può essere di vario tipo:

- **attività finanziarie**, come azioni, obbligazioni, valute, strumenti finanziari derivati, ecc.;
- **merci**, come petrolio, oro, grano, ecc..

**L'acquirente** del contratto a termine (vale a dire colui che si impegna alla scadenza a corrispondere il prezzo di consegna per ricevere il sottostante) apre una **posizione lunga** (long position), mentre il **venditore** (vale a dire colui che si impegna alla scadenza a consegnare il sottostante per ricevere il prezzo di consegna) apre una **posizione corta** (short position).

I contratti a termine sono generalmente strutturati in modo che, al momento della loro conclusione, le due prestazioni siano **equivalenti**. Ciò è ottenuto ponendo il **prezzo di consegna**, cioè quello stabilito nel contratto, **pari** al **prezzo a termine**. Quest'ultimo è uguale al prezzo corrente del sottostante (c.d. prezzo a pronti o, anche,

prezzo spot) maggiorato del valore finanziario del tempo intercorrente tra la data di stipula e la data di scadenza. Se si verifica questa condizione, cioè se le prestazioni sono equivalenti, al momento della conclusione del contratto non si deve fare luogo, fra le parti, allo scambio di alcuna prestazione compensativa.

Va da sé che, se inizialmente il prezzo a termine coincide con il prezzo di consegna, successivamente, durante la vita del contratto, si **modificherà** in ragione, essenzialmente, dei movimenti del prezzo corrente che il sottostante via via assume.

Le variazioni del valore del sottostante determinano il profilo di **rischio/rendimento** di un contratto a termine, che può essere così riassunto:

- per l'**acquirente del contratto**, cioè colui che deve comprare un certo bene ad una certa data e ad un prezzo già fissato nel contratto, il rischio è rappresentato dal deprezzamento del bene. In questo caso, infatti, egli sarebbe comunque costretto a pagare il prezzo già fissato nel contratto per un bene il cui valore di mercato è minore del prezzo da pagare: se l'acquirente non fosse vincolato dal contratto, potrebbe più vantaggiosamente acquistare il bene sul mercato ad un prezzo minore. Per la ragione opposta, in caso di apprezzamento del sottostante, egli maturerà un guadagno, in quanto acquisterà ad un certo prezzo ciò che vale di più;

- per il **venditore del contratto**, cioè colui che deve vendere un certo bene ad una certa data e ad un prezzo già fissato nel contratto, il rischio è rappresentato dall'apprezzamento del bene. L'impegno contrattuale, infatti, lo costringe a vendere il bene ad un prezzo inferiore a quello che realizzerebbe sul mercato. Conseguirà invece un guadagno in caso di deprezzamento del sottostante, in quanto, grazie al contratto stipulato, venderà il bene ad un prezzo superiore a quello di mercato.

La decisione di stipulare un contratto a termine può essere ricondotta alle seguenti **finalità**:

- **finalità di copertura** (hedging): poniamo il caso di detenere una certa attività, ad esempio titoli di stato decennali, che già sappiamo dovremo vendere ad una data futura, ad esempio per pagare la rata di un mutuo che scade il 30 settembre ed il cui importo è uguale al valore attuale dei titoli. In questa situazione siamo esposti al rischio del deprezzamento che i titoli di stato potrebbero subire, con la conseguenza che, al 30 settembre, l'ammontare della loro vendita non sarebbe sufficiente a pagare la rata del mutuo. La conclusione di un contratto a termine ci copre da questo rischio. Nello specifico, venderemo a termine i titoli di stato con scadenza al 30 settembre e prezzo di consegna uguale al loro prezzo attuale. Così facendo, anche se al 30 settembre i nostri titoli si fossero fortemente deprezzati, potremo in virtù del contratto venderli al prezzo già fissato,

- pagando tranquillamente la rata del mutuo;
- **finalità speculativa**: se siamo convinti che una certa attività, ad esempio le azioni Alfa, avrà un certo andamento futuro, ad esempio un notevole incremento di valore, con la stipula di un contratto a termine potremo assumere un'esposizione sulle azioni Alfa coerente con le nostre aspettative. Basterà acquistare un contratto a termine con prezzo di consegna pari al prezzo a termine e, se come pensiamo, il titolo incrementerà il proprio valore, alla scadenza del contratto acquisteremo le azioni Alfa ad un prezzo nettamente inferiore a quello di mercato. Se le nostre aspettative fossero invece ribassiste, dovremo vendere il contratto a termine;
  - **finalità di arbitraggio**: poniamo il caso di essere esperti professionisti, capaci di rilevare che sul mercato vi è la possibilità di stipulare contratti a termine aventi ad oggetto una certa attività, ad esempio le obbligazioni Beta, in cui il prezzo di consegna (cioè il prezzo fissato nel contratto) è superiore al prezzo a termine (cioè il prezzo corrente di mercato aumentato del valore finanziario del tempo da qui alla scadenza del contratto a termine) delle obbligazioni. Se siamo così bravi da individuare questa differenza, attraverso il contratto a termine possiamo porre in essere una operatività che ci consente di conseguire un profitto privo di rischio. Infatti, acquisteremo subito le obbligazioni Beta al prezzo corrente di mercato e, contestualmente, venderemo il contratto a

termine. A scadenza, il costo da noi sopportato per le nostre obbligazioni Beta sarà pari al prezzo all'epoca pagato più il valore finanziario del tempo, in sostanza il prezzo a termine, ma attraverso il contratto potremo ricevere una somma maggiore, rappresentata dal prezzo di consegna, generando così un profitto privo di rischio dato dalla differenza tra prezzo di consegna e quello a termine. Viceversa, se abbiamo in portafoglio le obbligazioni Beta e rileviamo che il prezzo di consegna è inferiore al prezzo a termine, ci converrà vendere subito le obbligazioni Beta al prezzo corrente e contestualmente acquistare il contratto a termine: alla scadenza, riavremo le stesse obbligazioni dietro pagamento di una somma inferiore a quella ottenuta dalla loro vendita.

L'**esecuzione** del contratto alla scadenza può realizzarsi:

- con l'effettiva **consegna** del **bene** sottostante da parte del venditore all'acquirente, dietro pagamento del prezzo di consegna: in questo caso si parla di consegna fisica o **physical delivery**;
- con il pagamento del **differenziale** in denaro tra il prezzo corrente del sottostante, al momento della scadenza, e il prezzo di consegna indicato nel contratto. Tale differenza, se positiva, sarà dovuta dal venditore all'acquirente del contratto, e viceversa se negativa: in questo caso si parla di consegna per differenziale o **cash settlement**.

Le **principali tipologie** di contratti a termine sono i contratti **forward** ed i contratti **futures**.

### **1.1. I CONTRATTI FORWARD**

I contratti forward si caratterizzano per il fatto di essere stipulati **fuori dai mercati regolamentati**. In gergo tecnico si dice che sono scambiati OTC (over-the-counter). Il prezzo di consegna è anche detto forward price.

Per comprendere il funzionamento di questo strumento è utile analizzare i **flussi di cassa** che ne derivano, ovvero i pagamenti che vengono scambiati fra le due parti durante tutta la vita del contratto.

Nel contratto forward, gli unici flussi di cassa si manifestano alla **scadenza**, quando l'acquirente riceve il bene sottostante in cambio del prezzo concordato nel contratto (physical delivery), ovvero le due parti si scambiano la differenza fra il prezzo di mercato dell'attività alla scadenza ed il prezzo di consegna indicato nel contratto che, se positiva, sarà dovuta dal venditore all'acquirente e viceversa se negativa (cash settlement).

**Non sono previsti**, invece, flussi di cassa **intermedi** durante la vita del contratto, sebbene in questo periodo il prezzo a termine del bene sottostante sia soggetto a modifiche

in funzione, essenzialmente, dell'andamento del relativo prezzo corrente di mercato. Di norma, non sono previsti flussi di cassa neanche alla data di stipula, considerato che, come tutti i contratti a termine, sono generalmente strutturati in modo da rendere equivalenti le due prestazioni.

### **Esempio**

Consideriamo un contratto a termine avente come bene sottostante un barile di petrolio:

- il prezzo di mercato del barile, alla scadenza, è pari, nei due casi che ipotizziamo, a 50 e 40 euro;
- il prezzo di consegna, fissato nel contratto, è pari a 45 euro;
- la scadenza è fissata a tre mesi dalla data di stipulazione del contratto;
- la data di stipulazione del contratto è il 1° febbraio 2004.

Alla scadenza (30 aprile 2004) l'acquirente del forward pagherà 45 euro alla controparte e, in cambio, riceverà un barile di petrolio (physical delivery) oppure riceverà una somma pari al prezzo di mercato del barile di petrolio (cash settlement).

Nel primo caso ipotizzato - valore di mercato del barile alla scadenza pari a 50 euro - l'acquirente riceverà un barile pagandolo solo 45 euro con un guadagno, quindi, di 5 euro. Se adottato il cash settlement, pagherà 45 euro e riceverà 50 euro



(nella pratica riceverà solo la differenza di 5 euro). Al guadagno dell'acquirente corrisponde la perdita del venditore, che consegnerà a soli 45 euro un bene che potrebbe invece vendere sul mercato a 50 euro.

Nel secondo caso – valore di mercato del barile alla scadenza pari a 40 euro – le parti si invertono. L'acquirente dovrà pagare 45 euro ciò che in realtà vale 40, con una perdita di 5 euro, mentre il venditore, per la stessa ragione, guadagnerà 5 euro.

### **1.2. I CONTRATTI FUTURE**

Anche i future sono contratti a termine. Si differenziano dai forward per essere **standardizzati** e **negoziati** sui mercati regolamentati. Il loro prezzo – che risulta, come tutti i titoli quotati, dalle negoziazioni – è anche detto *future price*.

Il **future price** corrisponde al prezzo di consegna dei contratti forward ma, essendo quotato, non è propriamente contrattato fra le parti in quanto, come tutti i titoli quotati, è il risultato dell'incontro delle proposte di acquisto immesse da chi vuole acquistare con le proposte di vendita immesse da chi intende vendere. Viene di norma indicato in "punti indice".

In relazione all'attività sottostante il contratto future assume diverse denominazioni:

**commodity future**, se è una merce, e **financial future** se è un'attività finanziaria.

La **standardizzazione** dei contratti future fa sì che esistano serie di contratti **uguali** per:

- **oggetto** (cioè il bene sottostante al contratto);
- **dimensione** (cioè il valore nominale del contratto). Si ottiene moltiplicando il prezzo, di norma indicato in punti indice, per un moltiplicatore convenzionalmente stabilito;
- date di **scadenza**: si osserva un calendario prefissato con un numero limitato di scadenze, in genere quattro volte per anno;
- **regole di negoziazione** tra cui:
  - gli orari di contrattazione;
  - la variazione minima di prezzo che può essere quotata sul mercato future (c.d. tick);
  - le modalità di liquidazione delle transazioni;
  - i luoghi di consegna.

La standardizzazione dei contratti e la possibilità di negoziarli in mercati regolamentati comportano **importanti effetti**:

- le parti possono "contrattare" **solamente il prezzo** del contratto (anche se una contrattazione vera e propria fra due parti, essendo il titolo quotato, non c'è);
- la possibilità di una **chiusura anticipata** di una posizione in future, senza aspettare la scadenza, attraverso la sua negoziazione;
- un notevole guadagno in termini di **liquidità degli scambi** e, di conseguenza,

di riduzione dei costi sopportati dagli operatori.

Ulteriore elemento distintivo rispetto ai forward, connesso alla loro negoziazione in mercati regolamentati, è la presenza di una controparte unica per tutte le transazioni, la **clearing house**, che per il mercato italiano è la Cassa di compensazione e garanzia. Suo compito è di assicurare il **buon fine** delle operazioni e la **liquidazione** (intesa come calcolo) e **corresponsione** giornaliera dei profitti e delle perdite conseguiti dalle parti.

La clearing house si **interpone in tutte le transazioni** concluse sul mercato dei future: quando due soggetti compravendono un contratto, ne danno immediata comunicazione alla clearing house che procede a comprare il future dalla parte che ha venduto e a venderlo alla parte che ha comprato. In tal modo, in caso di inadempimento di una delle due parti, la clearing house si sostituisce nei suoi obblighi, garantendo il buon esito della transazione, salvo poi rivalersi sul soggetto inadempiente.

Per poter assolvere su base sistematica e continuativa ai propri compiti e per garantire l'efficienza del sistema, la clearing house adotta una **serie di misure**:

- **non assume mai, in proprio, posizioni aperte** sul mercato: il numero e la tipologia dei contratti acquistati sono esattamente uguali a quelli dei contratti venduti, cosicché non grava sulla cassa il rischio di variazione

- sfavorevole dei prezzi delle attività sottostanti;
- **è controparte esclusivamente degli intermediari che aderiscono alla clearing house stessa** (prevalentemente banche e società di intermediazione mobiliare), dotati di specifici requisiti di patrimonializzazione e di professionalità. Pertanto, se un investitore desidera aprire una posizione in future, e non è membro della clearing house, dovrà rivolgersi a uno degli intermediari aderenti il quale fungerà da broker e applicherà all'investitore gli stessi meccanismi, a tutela del rischio di inadempimento, previsti dalla clearing house per i suoi aderenti;
  - **adotta il sistema dei margini**, a tutela delle posizioni aperte sul mercato dal rischio di inadempimento, che prevede il versamento da parte delle parti di un margine iniziale e di margini di variazione durante la vita del contratto. Nel dettaglio funziona così: al momento dell'apertura di una posizione (lunga o corta) in future, entrambe le parti devono versare il cosiddetto **margine iniziale** (a garanzia del buon fine della transazione e che verrà restituito nel giorno di liquidazione del contratto future) su un apposito conto detenuto presso la clearing house (o aperto per loro conto presso la clearing house dai rispettivi broker). Tale margine è di solito una percentuale del valore nominale di un contratto (moltiplicata per il numero dei contratti stipulati) e, in genere, esso è proporzionale alla volatilità del prezzo del

sottostante, nel senso che a maggiore **volatilità** (e cioè a maggiore probabilità che il sottostante subisca ampie oscillazioni di prezzo) corrisponde un margine più elevato. Oltre al margine iniziale, la clearing house calcola giornalmente un altro margine, il **margine di variazione**, che corrisponde al guadagno o alla perdita realizzati da ciascuna delle due parti alla fine della giornata lavorativa. Il margine di variazione viene calcolato tramite il meccanismo del marking-to-market: a fine giornata la clearing house rileva il prezzo di chiusura del future e, calcolando la differenza tra questo e il prezzo di chiusura del giorno precedente, determina il profitto e la perdita di ogni parte come se la posizione fosse liquidata in quel momento. La parte che ha subito una variazione di prezzo sfavorevole paga alla clearing house il relativo margine di variazione e questa provvede a girarlo alla parte per la quale la variazione del prezzo è stata positiva.

Qualora il saldo del conto di una parte dovesse scendere sotto un livello minimo, cosiddetto margine di mantenimento, tale parte riceverebbe dalla *clearing house* un **margin call**, ossia un invito a provvedere a effettuare un versamento adeguato alla reintegrazione del margine.

Nel caso di contratti future, vi sono **flussi di cassa** sia all'atto della stipula del contratto (margine iniziale), sia durante la **vita** dello stesso (margin di variazione), sia alla **scadenza** (liquidazione del contratto).

**Esempio**

Consideriamo un future avente come sottostante il titolo azionario Alfa:

- il prezzo future al quale è stato compravenduto il contratto è pari a 110 punti;
- il valore nominale del contratto è pari ad 1 euro per ogni punto e, quindi, 110 euro;
- il contratto impegna all'acquisto/vendita di un'unità di sottostante;
- la scadenza è a tre giorni dalla data di stipulazione del contratto;
- il margine iniziale è pari al 10% del valore nominale del contratto.

Alla scadenza, chi ha la posizione lunga sul future (cioè l'acquirente) pagherà 110 euro alla controparte e riceverà, in cambio, un titolo Alfa (physical delivery) oppure (nel caso di cash settlement) riceverà una somma pari alla differenza fra prezzo di mercato del titolo Alfa e prezzo future. È evidente che, nel caso in cui il prezzo di mercato sia maggiore di 110, il future avrà generato un profitto per l'acquirente (che avrà pagato 110 qualcosa che vale di più) e una perdita per il venditore. Se invece il prezzo di mercato fosse minore di 110, sarà il venditore del future a realizzare un profitto, mentre l'acquirente subirà una perdita.

Questo è il risultato finanziario complessivo dell'operazione alla scadenza. Abbiamo però visto che i future prevedono flussi di cassa, attraverso il versamento dei margini, anche durante la vita del

contratto. Per vedere concretamente come funziona il sistema dei margini, ipotizziamo una specifica evoluzione del prezzo future durante la vita del contratto: l'evoluzione scelta si traduce in un profitto di 0,3 euro per la parte che si è impegnata a comprare a termine.

Al **momento iniziale**, entrambe le parti versano un margine iniziale di 11 euro.

Al **secondo giorno**, assumendo che il prezzo future sia diminuito a 109,5, l'acquirente ha maturato una perdita pari a  $(109,5 - 110) \times 1$  euro = - 0,5 euro, che dovrà immediatamente corrispondere alla clearing house.

Al **terzo giorno**, assumendo che il prezzo del future sia aumentato a 109,7, l'acquirente ha maturato un guadagno, rispetto al giorno precedente, pari a  $(109,7 - 109,5) \times 1$  euro = 0,2 euro, che riceverà dalla clearing house. Questo guadagno, però, non gli consente di colmare la perdita del giorno precedente: a livello cumulato, l'acquirente sopporta ancora una perdita di - 0,3 euro.

Al **quarto giorno** (scadenza), assumendo che il prezzo del future sia pari a 110,3, l'acquirente ha maturato un guadagno, rispetto al giorno precedente, pari a  $(110,3 - 109,7) \times 1$  euro = 0,6 euro. Questo guadagno consente di ripianare la residua perdita derivante dal secondo giorno e, anzi, a livello cumulato, l'acquirente avrà conseguito un guadagno di 0,3 euro. Alla scadenza verrà anche restituito alle parti il margine inizialmente versato di 11 euro.

**Esempio bis**

Facciamo ora un esempio concreto con un future effettivamente esistente, il future sull'indice S&P/Mib con scadenza marzo 2005, e avente come sottostante non un bene ma un indice azionario:

- il prezzo future è dato, ad un certo momento, dalla sua quotazione sul mercato. La quotazione avviene in "punti indice" e poniamo che oggi quoti 32.150 punti indice;
- la dimensione del contratto (cioè il suo valore nominale) è data dal prezzo del future per un moltiplicatore che, per il nostro future, è convenzionalmente fissato pari a 5 euro. La dimensione è pertanto  $32.150 \times 5$  euro = 160.750 euro;
- la scadenza è il terzo venerdì del mese di marzo, cioè il 18 marzo 2005;
- il margine iniziale è pari al 7,75% del valore nominale del contratto;
- il prezzo del future alla scadenza è pari a 33.000 punti indice.

Nel momento in cui si compravende il contratto, le due parti, acquirente e venditore, devono versare alla Cassa di compensazione e garanzia i margini iniziali, pari a 12.458,13 euro ( $160.750 \times 7,75\%$ ) che verranno restituiti alla scadenza.

Durante la vita del contratto, giorno per giorno, la Cassa di compensazione e garanzia calcola la differenza fra il valore del contratto del giorno e quello del giorno precedente e chiede il versamento di questa differenza, chiamata margine di



variazione, alla parte che rispetto al giorno precedente ha maturato la perdita. Detto margine verrà accreditato alla parte che ha invece conseguito il profitto.

Questo meccanismo di calcolo si sussegue giornalmente fino alla scadenza, in occasione della quale verrà liquidato l'ultimo margine di variazione e restituito il margine iniziale versato dalle parti.

È importante notare che il sistema dei margini comporta il calcolo e la corresponsione **giornaliera** dei profitti e delle perdite maturati dalle controparti, a differenza del forward dove le perdite e i profitti maturati vengono calcolati e corrisposti solo alla scadenza.

Attraverso questo sistema, le parti sono tutelate **dal rischio di inadempimento**. Infatti, se una parte non corrisponde la perdita giornaliera maturata, e cioè non versa il margine di variazione, la clearing house utilizza il margine iniziale per corrispondere il profitto maturato dalla controparte e invita la parte inadempiente a reintegrare il margine iniziale (margin call). Ove ciò non avvenga, la clearing house provvede a chiudere la posizione della parte che non ha versato il margine, evitando così futuri inadempimenti.

## **2. Gli Swap**

La traduzione letterale di swap, cioè scambio,

identifica la sostanza del contratto: due parti si accordano per **scambiare** tra di loro **flussi di pagamenti** (anche detti flussi di cassa) a **date** certe. I pagamenti possono essere espressi nella stessa valuta o in valute differenti ed il loro ammontare è determinato in relazione ad un **sottostante**. Gli swap sono contratti OTC (over-the-counter) e, quindi, non negoziati su mercati regolamentati.

Il **sottostante** può essere di vario tipo e influenza notevolmente le caratteristiche del contratto che può assumere, nella prassi, svariate forme.

I contratti swap sono generalmente costituiti in modo tale che, al momento della stipula, le prestazioni previste sono equivalenti. In altri termini, è **reso nullo il valore iniziale del contratto**, così da non generare alcun flusso di cassa iniziale per compensare la parte gravata dalla prestazione di maggior valore.

Se al momento della stipula le due prestazioni sono equivalenti, non è detto che lo rimangano per tutta la vita del contratto. Anzi, è proprio la variazione del valore delle prestazioni che genera il **profilo di rischio/rendimento**: la parte che è tenuta ad una prestazione il cui valore si è deprezzato rispetto al valore iniziale (e, quindi, rispetto alla controprestazione) maturerà un guadagno e viceversa.

La caratteristica essenziale delle operazioni di swap – cioè quella di scambiare dei flussi di cassa, connessi ad un'attività sottostante, con

altri flussi di cassa di diverso tipo – determina la creazione di **nuove opportunità finanziarie** altrimenti non conseguibili. Queste opportunità possono essere sfruttate in funzione di molteplici esigenze, che possono essere di **copertura**, di **speculazione** o di **arbitraggio**, a seconda delle finalità che l'operatore si pone.

Di seguito si illustrano i principali contratti swap osservati sui mercati finanziari.

### **2.1. GLI INTEREST RATE SWAP**

Gli interest rate swap (**IRS**) sono contratti in cui due controparti si scambiano **pagamenti periodici di interessi**, calcolati su una somma di denaro, detta **capitale nozionale di riferimento** (notional principal amount), per un **periodo** di tempo predefinito pari alla durata del contratto, e cioè fino alla scadenza (maturity date o termination date) del contratto stesso. Il nome 'interest rate swap' deriva dal fatto che i pagamenti effettuati sono simili ai pagamenti di interessi su un debito.

Esistono numerose tipologie di IRS. La più diffusa – denominata **plain vanilla swap** – presenta le seguenti caratteristiche:

- la durata dello swap è un numero **intero** di anni;
- uno dei due flussi di pagamenti è basato su un tasso di interesse **fisso**, mentre l'altro è indicizzato a un tasso di interesse **variabile**;

- il capitale nozionale resta **costante** per tutta la vita del contratto.

Gli elementi fondamentali di un plain vanilla swap, da indicare nel **contratto**, sono:

- la **data di stipula** del contratto (trade date);
- il **capitale nozionale di riferimento** (notional principal amount), che non viene scambiato tra le parti e serve unicamente per calcolare gli interessi;
- la **data di inizio** (effective date), ossia da quando cominciano a maturare gli interessi (normalmente due giorni lavorativi dopo la data di stipula);
- la **data di scadenza** (maturity date o termination date) del contratto;
- le **date di pagamento** (payment dates), ossia le date in cui vengono scambiati i flussi di interessi;
- il livello del **tasso fisso**;
- il **tasso variabile** di riferimento (molto spesso sono usati il Libor o altri tassi interbancari, oppure i tassi di interesse pagati sui titoli di stato) e la relativa data di rilevazione (c.d. fixing date).

Nella prassi si definisce **acquirente** dello swap chi corrisponde i pagamenti a tasso **fisso** e riceve quelli a tasso variabile; si suole anche dire che tale soggetto assume una posizione lunga (long swap position). Simmetricamente, **venditore** è colui che in cambio del tasso **variabile** riceve il tasso fisso e si dice che assume una posizione corta (short swap position).

Il flusso dei pagamenti di interessi a tasso fisso è detto "**gamba fissa**"; il controvalore di ciascun pagamento è dato dal prodotto del capitale nozionale per il tasso fisso contrattualmente stabilito e riferito alla frazione d'anno di pertinenza (fixed rate day count fraction).

Il flusso dei pagamenti a tasso variabile è detto "**gamba variabile**"; il relativo controvalore unitario è il risultato del prodotto del capitale nozionale per il tasso variabile fissato alla data di rilevazione indicata nel contratto (fixing date) e riferito alla frazione d'anno di pertinenza (floating rate day count fraction).

Si definisce **tasso swap** (c.d. swap rate) quel valore del tasso fisso che **rende nullo il valore del contratto** al momento della sua stipula. Si determina eguagliando il valore attuale dell'insieme dei pagamenti della gamba fissa al valore attuale dell'insieme dei pagamenti della gamba variabile. In queste condizioni, le due prestazioni, al momento della stipula, sono equivalenti e si ha un 'at-the-money par swap'.

Durante la vita del contratto, la **valutazione ad un dato momento** di uno swap è data dalla differenza tra i valori attuali dei flussi di pagamenti delle due gambe – fissa e variabile – ancora dovuti in base alla previsione contrattuale.

Le variazioni del tasso variabile, rispetto ai

livelli ipotizzati al momento della conclusione del contratto, determinano il **profilo di rischio/rendimento** del plain vanilla swap. In particolare, se il tasso variabile risulta superiore alle aspettative, l'acquirente dello swap, cioè colui che è obbligato a pagare il tasso fisso, matura un profitto (in quanto, fermo restando i pagamenti a tasso fisso cui è obbligato, riceverà pagamenti a tasso variabile di importo superiore a quanto previsto) ed il venditore una perdita, mentre se il tasso variabile scende è il venditore a conseguire un profitto.

#### **Esempio**

Si consideri un interest rate swap di tipo plain vanilla in cui:

- il nozionale è pari a 100.000 euro;
- il tasso fisso nominale annuo è pari al 2,5%;
- il tasso variabile è il Libor (London Interbank Offer Rate) a 6 mesi più uno spread dello 0,5%;
- il tasso Libor relativo al primo periodo è fissato al 2%;
- la data di stipula del contratto è il 4 novembre 2004;
- la prima effective date (data a partire dalla quale cominciano a maturare gli interessi) è il 6 novembre 2004;
- la durata dello swap è di due anni;
- il periodo di liquidazione degli interessi è semestrale per entrambe le gambe (cioè per entrambi i flussi di pagamento);

- si ipotizza una certa evoluzione per l'andamento del Libor a sei mesi.

Alla **prima data di liquidazione** degli interessi, 6 maggio 2005, l'acquirente dello swap, cioè colui che paga il tasso fisso, pagherà alla controparte la somma di 1250 euro ( $100.000 \times 2,5\% : 2$ ) e riceverà, avendo ipotizzato il Libor per il primo periodo pari al 2%, la stessa somma di 1250 euro, conseguente all'applicazione al nozionale di un tasso annuo del 2,5% (che, considerato il periodo di riferimento semestrale, deve essere diviso per due), dato dal Libor (2%) + lo spread (0,5%).

Alla **seconda data di liquidazione**, 6 novembre 2005, ipotizziamo che il livello del Libor sia pari a 2,2%. L'acquirente continuerà a pagare 1250 euro, ma riceverà la somma di 1350 euro, conseguente all'applicazione al nozionale del tasso annuo del 2,7%, dato dal Libor (2,2%) + lo spread.

Alla **terza data di liquidazione**, 6 maggio 2006, ipotizziamo un livello del Libor pari al 2,4%. L'acquirente, a fronte del solito pagamento di 1250 euro, riceverà la somma di 1450 euro, conseguente all'applicazione al nozionale del tasso annuo del 2,9%, dato dal Libor (2,4%) + lo spread.

Alla **quarta e ultima data di liquidazione**, 6 novembre 2006, con un Libor ipotizzato al 2,1%, l'acquirente pagherà come sempre 1250 euro e riceverà 1300 euro, derivanti dall'applicazione al nozionale del tasso annuo del 2,6%, dato dal Libor (2,2%) + lo spread.

## 2.2. I CURRENCY SWAP

I currency swap, letteralmente "scambio di valute", sono contratti in cui due parti si **scambiano il capitale** e gli **interessi** espressi in **una divisa** contro capitale e interessi espressi in **un'altra divisa**.

Caratteristica ricorrente dei currency swap è che **entrambi** i flussi di pagamenti sono a **tasso variabile** e che i **capitali nozionali** sono **scambiati** una prima volta all'inizio del contratto e poi alla data di scadenza dello swap.

I due **nozionali**, denominati in valute diverse, sono di solito scelti in modo da essere approssimativamente **uguali** se valutati al tasso di cambio corrente osservato sul mercato alla data di stipula del contratto. Se, ad esempio, un euro vale 1,23 dollari (e allora si dice che il rapporto euro/dollaro è pari a 1,23), ad un nozionale di 100.000.000 di euro dovrà corrispondere un nozionale di 123.000.000 dollari.

Tale uguaglianza non è detto che permanga durante la vita del contratto, allorché il variare del rapporto di cambio fra le valute determina una variazione del valore dei nozionali.

### **Esempio**

Si considerino due società, Alfa e Beta, che hanno la possibilità di accedere ad un finanziamento a



tasso variabile (Libor a 1 anno) su un medesimo capitale nozionale in dollari e in euro alle seguenti condizioni:

- Alfa può indebitarsi:
  - in dollari al tasso Libor più uno spread dello 0,4%;
  - in euro al tasso Libor più uno spread dello 0,5%;
- Beta può indebitarsi:
  - in dollari al tasso Libor più uno spread dello 0,5%;
  - in euro al tasso Libor più uno spread dello 0,4%.

Come si vede, Beta paga lo 0,1% in più rispetto ad Alfa sui finanziamenti in dollari, mentre Alfa paga lo 0,1% in più rispetto a Beta sui finanziamenti in euro. Pertanto, Alfa gode di un vantaggio comparato rispetto a Beta sul mercato del debito in dollari, mentre Beta gode di un vantaggio comparato rispetto ad Alfa sul mercato del debito in euro.

Si supponga che Alfa desideri indebitarsi in euro e Beta desideri indebitarsi in dollari: siamo in presenza delle condizioni perfette per la stipulazione di un currency swap tra le due società. Ogni società infatti si indebita nel mercato in cui gode di un vantaggio comparato (i.e. Alfa si indebita in dollari e Beta si indebita in euro) e, attraverso un currency swap, Alfa provvede a trasformare il suo debito in dollari in uno in euro e Beta provvede a trasformare il suo debito in euro in uno in dollari.

Dal momento che la differenza tra i due finanziamenti in euro è dello 0,1%, e anche quella tra i due finanziamenti in dollari è dello 0,1%, lo swap consentirà una riduzione complessiva dell'interesse per indebitarsi pari allo 0,2% che sarà ripartita tra le parti secondo lo schema dei flussi di pagamento contrattualmente pattuito.

Di seguito si illustra uno tra questi possibili schemi:

- Alfa si finanzia in dollari al Libor + lo 0,4%;
- Beta si finanzia in euro al Libor + lo 0,4%;
- Alfa e Beta stipulano un contratto di currency swap secondo il quale:
  - \_ Alfa consegna a Beta la somma finanziata in dollari e ottiene quella in euro;
  - \_ Alfa deve pagare periodicamente a Beta il Libor sull'euro aumentato di uno spread dello 0,4%;
  - \_ Beta deve pagare periodicamente ad Alfa il Libor sul dollaro aumentato dello 0,4%;
  - \_ alla scadenza, Alfa riconsegnerà a Beta la somma in euro e riceverà quella in dollari. Alfa e Beta potranno così restituire ai propri finanziatori le somme nella stessa valuta in cui le hanno ricevute.

Questo esempio rappresenta la modalità di utilizzo di un currency swap al fine di realizzare un arbitraggio.

### **2.3. GLI ASSET SWAP**

Gli asset swap sono contratti in cui due parti si **scambiano pagamenti periodici** liquidati in

relazione ad un **titolo obbligazionario** (asset) detenuto da una di esse (e non, quindi, come per gli IRS, in relazione ad una semplice somma di denaro).

La determinazione dei flussi di cassa scambiati presuppone quindi l'individuazione di un'obbligazione che, di norma, è a **tasso variabile**; attraverso l'asset swap, chi detiene l'obbligazione può scambiare il tasso variabile ad essa collegato con un tasso fisso.

L'obbligazione sottostante può anche essere a tasso fisso e, in questo caso, il contratto consente di scambiare il **tasso fisso** con un tasso variabile e viene denominato **reverse asset swap**. Tuttavia questa distinzione terminologica non sempre è adottata nella pratica, dove viene indifferentemente usata la dizione asset swap.

Chi detiene l'obbligazione è detto **asset swap buyer** e corrisponde l'interesse connesso all'obbligazione, che può essere fisso o variabile. Per converso, l'**asset swap seller** riceve l'interesse dell'obbligazione e paga un tasso di natura diversa (se l'obbligazione è a tasso fisso pagherà un variabile e viceversa).

In caso di **default** del titolo obbligazionario, l'asset swap buyer cesserà i pagamenti, mentre l'asset swap seller continuerà a corrispondere l'interesse pattuito.

La funzione di questi contratti è quindi quella di **scambiare** un tasso **fisso** con un tasso

**variabile**, e in ciò sono assimilabili agli IRS. In più vi è una **parziale copertura** contro il rischio di default di una determinata obbligazione.

Gli asset swap sono generalmente costruiti in modo che il valore del contratto alla data di inizio dello stesso sia **nullo**. Questa circostanza, nel caso di titoli obbligazionari privi di rischi di credito si verifica, alternativamente, nei seguenti casi:

- il valore attuale delle due gambe dello swap
  - ove l'attualizzazione viene eseguita scontando entrambi i flussi di pagamenti con la stessa curva dei tassi di interesse correnti di mercato (tassi spot) - è il medesimo;
- il prezzo del titolo sottostante è esattamente pari a **100** (che è generalmente il prezzo di un titolo privo di rischio di credito con interessi corrispondenti a quelli di mercato) ed una gamba dello swap è rappresentata dal tasso risk free (cioè il tasso di interesse corrisposto per un'attività assolutamente priva di rischio).

Qualora ciò non si verifichi, il valore del contratto non è nullo. Per **riportarlo al valore zero** si può operare secondo due modalità:

- si innesta uno **spread** (denominato asset swap spread) sul **tasso** che definisce i flussi di pagamenti periodici corrisposti in cambio di quelli derivanti dall'obbligazione;
- si determina un **contributo una tantum** (denominato par adjustment).

Queste due modalità non sono necessariamente alternative, ma possono anche **concorrere** fra di loro per conseguire l'obiettivo di annullare il valore del contratto.

Sempre con queste modalità operative, inserimento di un asset swap spread o determinazione di un par adjustment, viene anche gestita, attraverso calcoli necessariamente molto più complessi, l'eventuale presenza di un **rischio di credito** dell'obbligazione consistente nella possibilità che non tutte le cedole vengano pagate.

Quanto appena detto spiega come l'esistenza di un asset swap spread o di un par adjustment svolga un **ruolo segnaletico** sulle caratteristiche del titolo sottostante in termini di classe di rating e struttura cedolare, vale a dire in termini di valutazione del rischio di credito e di tasso di interesse corrisposto dall'obbligazione. E' evidente, infatti, come l'asset swap spread (o il par adjustment) venga eventualmente previsto per compensare determinate caratteristiche del titolo sottostante che comportano un rischio aggiuntivo rispetto ai titoli risk free oppure comportano rendimenti diversi, superiori o inferiori, rispetto alla curva dei tassi di mercato (tassi spot) presente al momento della stipula del contratto.

#### ***Esempio***

Si consideri un asset swap in cui:

- il titolo sottostante è un'obbligazione:
  - \_ a tasso fisso con vita residua di 4 anni;
  - \_ con tasso cedolare pari al 5% annuo, superiore a quello di mercato al momento della stipula;
  - \_ con valore di mercato al momento della stipula pari a 100, e cioè pari al nominale (la valorizzazione alla pari, pur in presenza di un interesse superiore a quello di mercato, si giustifica considerando una componente di rischio di credito che, quindi, verrà rappresentata nell'asset swap spread);
  - \_ con rateo cedola nullo al momento della stipula;
- vi è una perfetta coincidenza tra le date di pagamento delle cedole e le date in cui vengono scambiati i flussi di pagamenti dell'asset swap;
- il tasso variabile di riferimento è il Libor a un anno;
- il titolo non va in default nel periodo di durata dello swap;
- si utilizza l'asset swap spread per rendere nullo il valore dell'asset swap;
- il valore dell'asset swap spread, calcolato con formule di attualizzazione dei flussi di cassa tali da includere il possibile rischio di default, è pari al 2,825%.

Si assuma che il tasso variabile di riferimento abbia il seguente andamento:

**anno 1:** 2%, per un totale compreso lo spread di 4,825%;

**anno 2:** 2,2% per un totale compreso lo spread di 5,025%;

**anno 3:** 2,4% per un totale compreso lo spread di 5,225%;

**anno 4:** 2,1% per un totale compreso lo spread di 4,925%.

I flussi di cassa di questo asset swap sono i seguenti:

**anno 1:** l'asset swap buyer, cioè colui che deve corrispondere il tasso fisso dell'obbligazione, corrisponde 5 euro (5% su 100 euro del valore di mercato dell'obbligazione) e ne riceve dall'asset swap seller 4,825 (4,825% sul valore di mercato dell'obbligazione);

**anno 2:** l'asset swap buyer corrisponde 5 euro e ne riceve 5,025;

**anno 3:** l'asset swap buyer corrisponde 5 euro e ne riceve 5,225;

**anno 4:** l'asset swap buyer corrisponde sempre 5 euro e ne riceve 4,925.

In questo esempio non abbiamo considerato la possibilità di default dell'obbligazione. Qualora si fosse verificata, poniamo al terzo anno, per il terzo e quarto anno l'asset swap buyer non avrebbe corrisposto alcuna somma, continuando però a percepire 5,225 euro il terzo anno e 4,925 il quarto.

#### **2.4. I CREDIT DEFAULT SWAP**

I credit default swap (CDS) sono contratti in cui un soggetto (c.d. protection buyer), a fronte di pagamenti periodici effettuati a favore della controparte (c.d. protection seller), si **protegge dal rischio di credito** associato ad un determinato **sottostante**,

generalmente denominato reference asset, che può essere costituito da una specifica emissione, da un emittente o da un intero portafoglio di strumenti finanziari.

I **rischi coperti** dal CDS sono connessi ad alcuni eventi (c.d. credit event) indicati nel contratto (ad esempio l'insolvenza dell'emittente l'obbligazione, c.d. default), al cui verificarsi si realizzano dei flussi di pagamento fra le parti. Tali flussi, concretamente, possono avvenire secondo **due modalità operative:**

- il protection seller corrisponde alla controparte il valore nominale (ovvero quello contrattualmente definito) dello strumento finanziario oggetto del CDS, al netto del valore residuo di mercato dello stesso (c.d. recovery value o valore di recupero), e il protection buyer cessa il versamento dei pagamenti periodici (**cash settlement**);
- il protection seller corrisponde alla controparte il valore nominale (ovvero quello contrattualmente definito) dello strumento finanziario oggetto del CDS e il protection buyer, oltre a cessare il versamento dei pagamenti periodici, consegna il reference asset (**physical delivery**). Nella prassi, il protection buyer ha la facoltà di scegliere il reference asset da consegnare tra un paniere di attività individuate nell'ambito del contratto e, in tal caso, sfrutterà questa facoltà scegliendo quello per lui più conveniente (c.d. **cheapest-to-delivery**).



La funzione tipica del contratto è quindi la **copertura** dei rischi associati ad una determinata attività: una funzione molto vicina a quella assicurativa.

Nella definizione di un **contratto** di credit default swap vengono generalmente specificati i seguenti **elementi**:

- il **capitale nozionale** rispetto a cui vengono calcolati i pagamenti a carico del protection buyer, generalmente corrispondente al valore nominale del reference asset;
- l'**importo** di ciascuno di tali **pagamenti**, pari al il risultato del prodotto di un **tasso fisso** (c.d. CDS rate) per il capitale nozionale;
- la **periodicità** di tali pagamenti e la **scadenza** del contratto medesimo;
- gli accadimenti relativi al reference asset identificabili come **credit event** (insolvenza, declassamento da parte di un'agenzia di rating, ecc.).

Nel caso in cui il CDS abbia come sottostante una **specifica emissione obbligazionaria**, la scadenza del contratto tende a coincidere con la vita residua dell'obbligazione e, soprattutto, l'importo di ciascuno dei pagamenti effettuati dal protection buyer è strettamente legato allo spread di rendimento implicito nell'emissione rispetto a quello dei titoli privi di rischio creditizio (c.d. credit spread). In altri termini, più è rischioso il titolo, più alto è il tasso fisso richiesto per

offrire la copertura. Per questa ragione i CDS possono anche svolgere una funzione segnaletica della rischiosità dell'attività che ne forma oggetto.

### ***Esempio***

Si consideri un credit default swap:

- con scadenza a 5 anni;
- con un nozionale di 100 euro, corrispondente al valore nominale di un'obbligazione sottostante soggetta a rischio di default;
- con pagamenti annuali del 5%.

Assumiamo che al quarto anno si verifichi il default e che il valore di recupero in caso di default sia di 40 euro.

Il protection buyer, cioè colui che si protegge dal rischio a fronte di pagamenti periodici, pagherà la somma di 5 euro per il primo, secondo, terzo e quarto anno. Al quarto anno, al verificarsi del default, il protection buyer corrisponderà al protection seller anche il valore di recupero del titolo, pari a 40 euro; riceverà però in cambio 100 euro, pari al valore nominale del titolo, per un saldo di 60 euro incassati dal protection buyer. Al quinto anno il protection buyer cesserà anche il pagamento dei 5 euro.

Nel caso in cui per la durata del contratto non si fosse verificato il default, il protection seller avrebbe continuato ad incassare i 5 euro annui senza corrispondere alcuna somma al protection buyer.

### 2.5. *I TOTAL RETURN SWAP*

I total return swap (TRS) sono contratti in cui un soggetto (c.d. protection buyer) cede alla controparte (c.d. protection seller) l'**intero profilo di rischio/rendimento** di un sottostante (c.d. reference asset), a fronte di un **flusso di pagamenti periodici**. Questi pagamenti periodici, in genere, sono un tasso variabile maggiorato di uno spread (c.d. TRS spread).

La **funzione** di questo strumento è la stessa dei credit default swap: **coprire il rischio connesso ad un titolo**. Diverse sono le modalità per conseguirla. Con il TRS il detentore del titolo, ad esempio un'obbligazione, non corrisponde un pagamento periodico in cambio della protezione, come per il credit default swap, ma corrisponde l'intero rendimento del proprio titolo (cedole e aumenti in conto capitale) in cambio di pagamenti periodici, definiti al momento della stipulazione del contratto, e della compensazione di eventuali perdite in conto capitale sul sottostante, ivi compresa la perdita estrema in caso di default. In questo senso il possessore del titolo, cioè il protection buyer, è anche chiamato total return seller, mentre il protection seller è anche denominato total return buyer.

Nei TRS, al verificarsi dell'evento di **default**, si prevedono generalmente **due modalità operative**:

– il protection seller corrisponde alla

controparte il controvalore della perdita realizzata, c.d. *loss given default*, pari alla differenza fra valore nominale del titolo e valore residuo di mercato dopo il default (**cash settlement**);

- il protection buyer consegna il titolo oggetto del TRS al protection seller il quale gli corrisponde il valore nominale, ovvero quello contrattualmente definito, del titolo stesso (**physical delivery**).

Gli **elementi** che sono generalmente contenuti in un **contratto** di total return swap sono:

- il **capitale nozionale** rispetto a cui vengono calcolati i pagamenti a carico del protection seller, generalmente corrispondente al valore nominale del reference asset;
- l'**importo** di ciascuno dei suddetti **pagamenti**, pari al risultato del prodotto di un tasso variabile accresciuto di uno spread per il capitale nozionale;
- la **periodicità** di tali pagamenti;
- la **scadenza** del contratto medesimo.

#### ***Esempio***

Ipotizziamo:

- una società Alfa che detiene in portafoglio un'obbligazione con una vita residua di 4 anni emessa dalla società Gamma;
- che tale obbligazione:
  - \_ paga una cedola a tasso fisso del 3%;
  - \_ ha un valore nominale di un milione di euro e,

- al momento della conclusione del contratto, è quotata alla pari (cioè il valore di quotazione coincide con il valore nominale di un milione di euro);
- che Alfa decida di effettuare un TRS con la società Beta alle seguenti condizioni:
    - \_ Alfa trasferirà annualmente a Beta tutte le cedole dell'obbligazione sottostante così come ogni suo eventuale apprezzamento o deprezzamento rispetto al valore iniziale di un milione di euro;
    - \_ Beta corrisponderà ad Alfa dei pagamenti periodici indicizzati al Libor a un anno aumentato dello 0,4%;
  - che il tasso Libor sia pari a 2, 2,2, 2,4 e 2,1% rispettivamente per il primo, secondo, terzo e quarto anno;
  - che le date di pagamento delle due gambe del TRS coincidano tra loro e che corrispondano alle date in cui l'obbligazione sottostante effettua i pagamenti delle cedole e che alla data di stipulazione del TRS il rateo cedola maturato sia nullo;
  - che l'obbligazione emessa dalla società Gamma vada in default alla fine del quarto anno;
  - che il valore di recupero sia pari al 40% del valore nominale del prestito obbligazionario;
  - che alla fine del secondo anno e fino al verificarsi del default il valore di mercato dell'obbligazione sottostante aumenti a 1.010.000 euro.

Sulla base di questa ipotesi:

- il **primo anno**, Alfa corrisponderà 30.000 euro (la cedola pari al 3%) a Beta in cambio di 24.000 euro (2% + 0,4%);

- il **secondo anno**, Alfa pagherà sempre la cedola, pari a 30.000 euro, e in più, considerato l'aggiornamento del valore di mercato dell'obbligazione (che da 1.000.000 passa a 1.010.000) verserà altri 10.000 euro, ricevendo da Beta 26.000 euro (2,2% + 0,4%);
- il **terzo anno**, Alfa corrisponderà i soliti 30.000 euro e ne riceverà 28.000 (2,4% + 0,4%). Non verrà corrisposta alcuna somma da Alfa a Beta a titolo di incremento del valore dell'obbligazione in quanto quest'ultimo è fermo a 1.010.000;
- il **quarto anno**, si verifica il default. Alfa consegnerà a Beta i 30.000 euro della cedola ed il titolo obbligazionario (il cui valore residuo è di 400.000 euro (40% del valore nominale), Beta verserà invece la somma di 1.000.000 di euro, pari al nominale dell'obbligazione, più 25.000 euro (2,1% + 0,4%).

## 2.6. ALTRE TIPOLOGIE DI CONTRATTI SWAP

I tipi di swap negoziati sono **innumerevoli**, e ciò è dovuto alla notevole flessibilità di questo strumento. Se ne elencano alcune ulteriori tipologie che, per la loro **diffusione**, meritano una segnalazione:

1. gli **equity swap**, in cui i dividendi e guadagni in conto capitale su un indice azionario vengono scambiati contro un tasso fisso o variabile;
2. gli **zero-coupon swap**, in cui un pagamento in un'unica soluzione viene scambiato con un flusso di pagamenti periodici;

3. i **domestic currency swap**, in cui due controparti compravendono due contratti forward su due nozionali di riferimento espressi in valute differenti, definendo così un tasso di cambio iniziale. Alla scadenza si impegnano a scambiare esclusivamente le differenze che si saranno verificate tra il tasso di cambio osservato a tale data e quello definito all'inizio del contratto;
4. i **forward swap** o **deferred swap**, in cui viene inserito un significativo intervallo di tempo tra la data di stipula dello swap e la data effettiva di inizio maturazione degli interessi delle gambe dello swap;
5. i **basis swap**, in cui i due flussi di pagamento scambiati sono entrambi a tasso variabile;
6. i **differential swap**, in cui un flusso di pagamento a tasso variabile denominato in valuta nazionale viene scambiato con un flusso di pagamento a tasso variabile denominato in valuta estera ed entrambi i flussi sono calcolati sullo stesso nozionale denominato in valuta nazionale.

### 3. LE OPZIONI

Un'opzione è un **contratto** che attribuisce il **diritto**, ma non l'obbligo, di **comprare** (opzione call) o **vendere** (opzione put) una data quantità di un **bene** (sottostante) ad un **prezzo** prefissato (strike price o prezzo di esercizio) entro una certa **data** (scadenza, o maturità), nel qual caso si parla di opzione

**americana**, o al raggiungimento della stessa, nel qual caso si parla di opzione **europea**.

Il **bene sottostante** al contratto di opzione può essere:

- un'**attività finanziaria**, come azioni, obbligazioni, valute, strumenti finanziari derivati, ecc.;
- una **merce**, come petrolio, oro, grano, ecc.;
- un **evento** di varia natura.

In ogni caso il sottostante deve essere scambiato su un mercato con **quotazioni ufficiali** o pubblicamente riconosciute ovvero, nel caso di evento, oggettivamente riscontrabile.

Le due **parti** del contratto di opzione sono chiamate compratore (c.d. holder) e venditore (c.d. writer) dell'opzione. Il **compratore**, dietro pagamento di una somma di denaro, detta premio, acquista il diritto di vendere o comprare l'attività sottostante. Il **venditore** percepisce il premio e, in cambio, è obbligato alla vendita o all'acquisto del bene sottostante su richiesta del compratore.

Secondo la terminologia usata dagli operatori, l'acquirente apre una **posizione lunga** (long position), mentre il venditore apre una **posizione corta** (short position).

Nel momento in cui il compratore dell'opzione **esercita il diritto**, cioè decide di acquistare (call) o vendere (put), si verificano i seguenti scenari:



- nel caso di opzione **call**, il compratore dell'opzione call riceverà dal venditore la differenza fra il prezzo corrente del sottostante (c.d. prezzo spot) e prezzo di esercizio;
- nel caso di **put**, il compratore dell'opzione riceverà la differenza tra prezzo di esercizio e prezzo spot.

La differenza fra prezzo spot e prezzo di esercizio, nel caso della call, e prezzo di esercizio e prezzo spot, nel caso della put, è comunemente detta **valore intrinseco**.

Il valore intrinseco **non** può assumere **valori negativi** in quanto il portatore ha il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere; pertanto, nel caso in cui il prezzo corrente del sottostante al momento dell'esercizio fosse inferiore al prezzo di esercizio della call (o viceversa per la put), eviterà semplicemente di esercitare il diritto, con una perdita limitata alle somme pagate per il premio.

La relazione fra prezzo spot del sottostante e prezzo di esercizio determina anche la cosiddetta **moneyness** di un'opzione. Questo concetto esprime la distanza fra i due prezzi.

La moneyness distingue le opzioni in:

- **at-the-money** quando il suo prezzo di esercizio è esattamente pari al prezzo corrente (il valore intrinseco è quindi nullo);
- **in-the-money** quando l'acquirente percepisce un profitto dall'esercizio (valore intrinseco positivo, cosiddetto pay-off

positivo): pertanto, una call è in-the-money quando lo strike è inferiore allo spot, mentre, al contrario, una put è in-the-money quando lo strike è superiore allo spot (quando questa differenza è molto ampia si parla di opzioni deep in-the-money);

- **out-of-the-money** quando all'esercizio del diritto non corrisponderebbe alcun pay-off positivo per l'acquirente (il valore intrinseco avrebbe valore negativo il che, peraltro, come già detto, non si verifica in quanto l'acquirente dell'opzione rinuncia all'esercizio): pertanto, una call è out-of-the-money quando lo strike è superiore allo spot, mentre una put è out-of-the-money quando lo strike è inferiore allo spot. Nel caso in cui la differenza sia molto ampia si parla di opzione deep out-of-the-money.

**L'esecuzione del contratto**, per le opzioni in-the-money, può realizzarsi:

- con l'effettiva consegna del bene sottostante, e allora si parla di consegna fisica o **physical delivery**;
- con la consegna del differenziale in denaro tra il prezzo corrente del sottostante e il prezzo di esercizio (**cash settlement**).

La decisione di stipulare un contratto di opzione può essere ricondotta a **tutte le finalità** tipiche dei derivati. In particolare:

- finalità di **copertura** (hedging): un operatore ha venduto allo scoperto un'attività finanziaria e desidera coprirsi dal rischio di apprezzamento di tale attività in quanto ad una certa data dovrà acquistare i

titoli per chiudere la posizione. Tramite l'acquisto di un'opzione call, il cui prezzo strike sia uguale al prezzo al quale ha venduto allo scoperto l'attività finanziaria, potrà immunizzarsi dal rischio di apprezzamento del titolo;

- finalità **speculative**: un operatore possiede determinate aspettative sul comportamento futuro del prezzo di un'attività e, stipulando un contratto di opzione, può assumere una posizione coerente con tali aspettative, in modo da realizzare un pay-off positivo se tali aspettative si verificheranno e di limitare la perdita al pagamento del premio qualora non si verifichino;
- finalità di **arbitraggio**: in finanza vi sono delle equivalenze matematiche tra le opzioni, i contratti a termine e i titoli sottostanti. Un operatore - rilevata una diseguaglianza in queste equivalenze teoriche - può porre in essere una operatività tale da conseguire un profitto privo di rischio, seguendo modalità simili a quanto illustrato nel caso più semplice dei contratti a termine.

#### **Esempio**

Consideriamo una call di tipo europeo con le seguenti caratteristiche:

- il sottostante (S) è costituito da un titolo azionario Alfa;
- la quotazione spot di Alfa alla scadenza ( $S_t$ ) è

## 344

- pari, nei due casi che andiamo ad ipotizzare, a 105 ed a 98;
- lo strike price (K) è pari a 100 euro;
  - il premio è di 2 euro;
  - la scadenza è a 3 mesi.

L'acquirente di questa opzione, dietro pagamento di un premio di 2 euro, alla data di scadenza ha il diritto di acquistare dal venditore un'azione Alfa al prezzo di 100 euro.

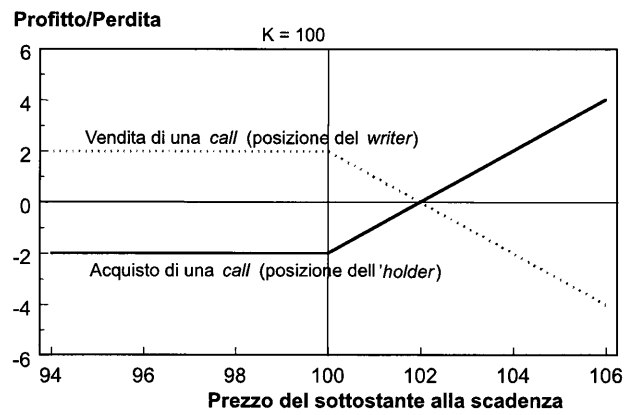
Nel caso la quotazione spot sia pari a 105 euro, l'acquirente avrà convenienza ad esercitare l'opzione, ricavando la differenza fra quotazione spot (105) e lo strike (100), pari a 5 euro. Il suo guadagno sarà quindi di 3 euro, considerando i 2 euro pagati di premio.

Lo scenario è diverso nel caso la quotazione spot sia pari a 98 euro. È evidente che l'acquirente non avrà convenienza ad esercitare l'opzione, perché così facendo pagherebbe 100 un titolo la cui quotazione è 98. La sua perdita è quindi limitata al premio pagato (2 euro).

Si noti che, in entrambi i casi, tra le due controparti non viene scambiato alcun flusso di cassa intermedio durante la vita dell'opzione.

La figura 1 fornisce una rappresentazione grafica dell'esempio.

**Figura 1. Pay-off di una call europea**





## **Atti parlamentari**





Camera dei Deputati  
6<sup>a</sup> Commissione permanente (Finanze)

**Le problematiche relative agli  
strumenti finanziari derivati**

Audizione informale del Direttore Generale della Banca d'Italia  
Fabrizio Saccomanni

Roma, 6 novembre 2007

*Sommario*

<i>1. Premessa</i> .....	<i>Pag. 5</i>
<i>2. Profili regolamentari</i> .....	<i>Pag. 6</i>
<i>3. Il ruolo e i rischi delle banche nell'attività in derivati</i> .....	<i>Pag. 11</i>
<i>4. Le dimensioni del fenomeno</i> .....	<i>Pag. 13</i>
<i>5. L'operatività in derivati degli enti locali</i> .....	<i>Pag. 15</i>
<i>6. L'azione di vigilanza</i> .....	<i>Pag. 19</i>
<i>7. Considerazioni conclusive</i> .....	<i>Pag. 23</i>
<i>Allegati</i> .....	<i>Pag. 27</i>

### *1. Premessa*

Recenti eventi e iniziative giornalistiche hanno attirato l'attenzione dell'opinione pubblica su un comparto tra i più complessi ed innovativi del mercato finanziario, quello dei contratti derivati.

Non si tratta di un fenomeno che riveste carattere di novità; già nella prima metà dell'ottocento presso il Chicago Board of Trade venivano negoziati schemi contrattuali riconducibili ai derivati.

Quello dei servizi di investimento è un settore in forte sviluppo, da tempo oggetto di un'articolata regolamentazione, in larga misura di origine comunitaria, e di un'attenta attività di vigilanza, in relazione ai rischi che gli strumenti impiegati possono comportare per gli intermediari e per gli investitori, siano essi risparmiatori, imprese, enti pubblici.

La Banca d'Italia, alla quale l'ordinamento affida la tutela della stabilità delle banche e del sistema finanziario nel suo complesso, segue attentamente, per quanto di competenza, l'operatività in derivati dei soggetti vigilati, anche dettando specifiche disposizioni prudenziali e svolgendo indagini e controlli mirati.

A nome dell'Istituto, ringrazio la Commissione per aver invitato la Banca d'Italia a questa audizione che, seguendo quella tenuta dal Direttore Centrale della Vigilanza nel dicembre 2004 sul medesimo tema, si propone di aggiornare il quadro generale della regolamentazione e dell'operatività, di precisare gli ambiti e le responsabilità delle Autorità di controllo, di passare in rassegna le iniziative di vigilanza che la Banca d'Italia ha intrapreso negli ultimi anni a fronte dei rischi che le banche incontrano nell'operatività in derivati.

Non mi soffermerò sul tema dei rischi dei mutui *sub-prime* statunitensi, su cui il Governatore ha già riferito al Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio lo scorso mese di settembre.

## **2. Profili regolamentari**

### *2.1 Gli strumenti finanziari derivati*

Gli strumenti finanziari derivati sono contratti basati sull'andamento di variabili, che possono essere di diversa natura (quotazioni azionarie, tassi di interessi e di cambio, prezzi di merci, tariffe, variabili climatiche, merito di credito di uno o più soggetti, ecc.); il termine "derivato" sta, appunto, a indicare la derivazione del valore dello strumento da un'attività o da un altro indice sottostante.

L'operatività in derivati, oltre all'assunzione di rischi di mercato connessi all'andamento delle variabili sottostanti, comporta rischi di controparte dovuti all'eventuale inadempienza contrattuale; rischi legali riconducibili a difetti nella documentazione contrattuale e a violazione di norme regolamentari; rischi operativi conseguenti a perdite da frodi, errori umani, inadeguatezze delle procedure.

Il rischio connesso con i derivati può risultare particolarmente elevato quando questi assumono forme che amplificano, attraverso meccanismi di leva finanziaria, l'entità delle prestazioni a carico dei contraenti.

I derivati si prestano a essere utilizzati per due ordini di obiettivi. Viene, innanzitutto, in rilievo la finalità di copertura dei rischi, in assoluto la più diffusa: la struttura derivata del contratto, infatti, consente l'assunzione di una posizione di segno opposto rispetto a quella da cui origina il rischio che si intende coprire. E', tuttavia, possibile impiegare i derivati anche con finalità speculative, scommettendo sull'andamento della variabile sottostante.

Le tipologie dei derivati possono essere le più diverse; si diffondono sul mercato schemi sempre più complessi, frutto di avanzate tecniche di ingegneria finanziaria, che

combinano più derivati di base (cd. *plain-vanilla*) e consentono di perseguire, al contempo, entrambe le finalità che ho testé menzionato.

Per queste ragioni, la legislazione finanziaria si limita a fornire definizioni di strumenti finanziari derivati incentrate sull'elencazione delle forme tecniche (es. *swap*, *future*, opzioni) e dei possibili parametri sottostanti (<sup>1</sup>).

Da tempo è maturato un ampio consenso sulla utilità dei derivati per il buon funzionamento dei mercati finanziari e, conseguentemente, sulla loro ammissibilità giuridica, a prescindere dalle finalità perseguite. Peraltro, considerata l'elevata rischiosità che i medesimi comportano sia per gli intermediari che per la clientela, l'operatività in tali strumenti forma oggetto di una regolamentazione specifica ed è soggetta a controlli.

Il quadro normativo fa perno sul Testo unico bancario del 1993 e sul Testo unico della finanza del 1998, i quali prevedono un'attività di vigilanza attribuita, come è noto, alla Banca d'Italia, per gli aspetti di stabilità degli intermediari, e alla Consob, per ciò che concerne la tutela degli investitori.

L'attività in derivati non è soggetta a una specifica autorizzazione da parte della Banca d'Italia; essa, se effettuata per la clientela, rientra nell'ambito dei servizi d'investimento che, di norma, vengono autorizzati a richiesta, in sede di costituzione, in quanto ordinario complemento dell'attività bancaria.

## 2.2 *I compiti della Banca d'Italia*

La Banca d'Italia ha il compito di seguire i riflessi dell'operatività in derivati sulla stabilità dei singoli intermediari e del sistema finanziario nel suo complesso.

Ciò richiede, innanzitutto, che sia costantemente assicurata, attraverso lo scrupoloso rispetto della disciplina, da ultimo rafforzata dal Nuovo Accordo sul

---

(<sup>1</sup>) Cfr. art. 1, co. 2 e 3, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - TUF).

Capitale (Basilea 2), l'adeguatezza patrimoniale della banca a fronte dei rischi connessi all'operatività in derivati. La Banca d'Italia ha costantemente richiamato le banche sulla necessità di valutare e gestire con estrema prudenza gli strumenti derivati; da ultimo è stato espressamente vietato di negoziare tali strumenti alle banche che non sono in grado di misurare correttamente i rischi ad essi collegati.

La consapevole assunzione e la compiuta gestione dei rischi richiede anche adeguate soluzioni organizzative, di governo societario e di controllo interno.

Dopo la disciplina organica dei controlli interni emanata nel 1998, nel luglio scorso la Banca d'Italia ha reso obbligatoria l'istituzione di una funzione aziendale volta a verificare la conformità dei comportamenti alla normativa vigente (c.d. *compliance*). In più passaggi, le Istruzioni di vigilanza in materia richiamano l'attenzione delle banche sui rischi elevati connessi con l'operatività in prodotti finanziari complessi e, conseguentemente, sull'esigenza di presidi particolarmente efficaci dedicati alla loro prevenzione.

### 2.3 *Il raccordo tra la Banca d'Italia e la Consob*

La tutela della clientela dai rischi insiti nella stipula di contratti derivati con un intermediario abilitato è affidata dall'ordinamento alla Consob. Nel corso dell'audizione del 30 ottobre scorso, il Direttore Generale della Commissione ha illustrato le regole che disciplinano i rapporti tra intermediari e investitori, i poteri e le iniziative della Commissione. Non mi soffermerò, pertanto, su tali aspetti, se non per illustrare il rilievo che i medesimi possono assumere nella prospettiva, propria della Banca d'Italia, della stabilità delle banche e del sistema finanziario.

Come si è detto, l'operatività in derivati delle banche nei confronti del pubblico costituisce un servizio di investimento. Il caso più diffuso è quello della negoziazione in

conto proprio, che ha luogo quando la banca conclude il contratto derivato direttamente con il cliente <sup>(2)</sup>.

Sotto il profilo normativo, gli obblighi di comportamento degli intermediari nella prestazione di un servizio di investimento sono disciplinati dal Testo unico della finanza e dai regolamenti di attuazione della Consob, che è competente a effettuare i relativi controlli in via esclusiva <sup>(3)</sup>. Le disposizioni in questione, volte a favorire la consapevole assunzione dei rischi da parte della clientela, sono divenute particolarmente articolate e incisive con le norme di attuazione della direttiva MiFID, entrate in vigore il 1° novembre scorso <sup>(4)</sup>.

Anche l'efficacia delle disposizioni sugli obblighi di comportamento – come quella della disciplina prudenziale – dipende, prima ancora che dai controlli di vigilanza, dal buon funzionamento dell'organizzazione e del sistema dei controlli interni dell'intermediario. Questi aspetti sono funzionali sia alla tutela dell'investitore che alla minimizzazione dei rischi di natura legale e reputazionale e, per tal via, alla stabilità

---

<sup>(2)</sup> Si è tuttavia in presenza di un servizio di investimento anche quando la banca si limita alla esecuzione di ordini per conto dei clienti ovvero alla ricezione e trasmissione di ordini e il contratto derivato è concluso con terzi. Anche l'attività di consulenza avente a oggetto strumenti finanziari costituisce ora servizio di investimento a seguito del recepimento della direttiva MiFID.

<sup>(3)</sup> Ai rapporti tra banche e clienti aventi a oggetto servizi di investimento non si applicano, conseguentemente, la disciplina di trasparenza del titolo VI del Testo unico bancario né le delibere CICR e le Istruzioni della Banca d'Italia che vi danno attuazione.

<sup>(4)</sup> Le disposizioni specificano nel dettaglio il contenuto degli obblighi degli intermediari, che includono il dovere di attivarsi affinché l'investitore sia debitamente informato sulle operazioni e di accertare l'adeguatezza delle operazioni rispetto al cliente.

Si distingue, in particolare, tra l'*adeguatezza* delle operazioni, che deve essere valutata dagli intermediari nel caso dei servizi di gestione patrimoniale e consulenza, e l'*appropriatezza*, la quale viene accertata per i rimanenti servizi di investimento, secondo parametri meno stringenti rispetto a quelli impiegati per valutare l'adeguatezza.

Nel regime antecedente all'attuazione della direttiva MiFID, la disciplina sull'adeguatezza poteva essere disapplicata allorché il cliente fosse un "operatore qualificato", in possesso cioè di una specifica competenza in materia di investimenti. A seguito dell'attuazione della MiFID il regime delle deroghe agli obblighi di condotta è divenuto anch'esso più articolato. In particolare, si distingue tra i "clienti professionali", per i quali vi è una disapplicazione parziale delle regole di condotta, e le "controparti qualificate", per le quali la disapplicazione è pressoché integrale.

Con specifico riguardo agli enti pubblici, è previsto che i medesimi - se inseriti in un elenco contenuto in un decreto del Ministro dell'economia e delle finanze – siano trattati come "clienti professionali"; in tal caso, parte della disciplina in esame potrà essere disapplicata. Il medesimo provvedimento potrà prevedere che altri enti pubblici, non inclusi nell'elenco, possano chiedere di essere trattati come clienti professionali, qualora siano in possesso di particolari requisiti.

dell'intermediario: coerentemente, la legge ne affida la regolamentazione sia alla Banca d'Italia che alla Consob.

Prima dei recenti provvedimenti attuativi della MiFID, la Banca d'Italia disciplinava l'organizzazione amministrativa e i controlli interni in via esclusiva, mentre la Consob regolava le procedure, i flussi informativi e i conflitti di interesse con riferimento specifico ai servizi di investimento. Ciascuna Autorità era responsabile della vigilanza sull'applicazione della disciplina da essa stessa emanata, ferma restando una costante cooperazione sui versanti della supervisione e dello scambio di informazioni.

A seguito dell'attuazione della direttiva MiFID, è divenuto imprescindibile un efficace raccordo tra la Banca d'Italia e la Consob. La maggiore articolazione dei servizi che gli intermediari possono prestare alla clientela e la complessità della disciplina sugli obblighi di comportamento rendono fondamentale il corretto funzionamento dell'apparato organizzativo e del sistema dei controlli interni. Ciò non solo per assicurare agli investitori gli elevati livelli di tutela previsti dall'ordinamento, ma anche per prevenire i maggiori rischi in cui l'intermediario può incorrere a causa dell'accresciuta complessità dell'offerta.

Il legislatore ha dunque stabilito che gli aspetti organizzativi aventi un impatto diretto e specifico sulla prestazione di servizi di investimento siano disciplinati da un regolamento emanato congiuntamente dalla Banca d'Italia e dalla Consob.

A fronte di un potere normativo condiviso, i controlli sul rispetto del regolamento congiunto sono ripartiti tra la Banca d'Italia e la Consob sulla base del principio di prevalenza delle finalità di vigilanza<sup>(5)</sup>. Un protocollo d'intesa, recentemente concluso tra le due Autorità, stabilisce le modalità di coordinamento e cooperazione.

---

<sup>(5)</sup> Sempre con riferimento ai servizi di investimento, la Consob si occupa, in particolare, oltre che dei profili da essa disciplinati in via esclusiva (trasparenza e correttezza dei comportamenti), dei controlli su: *compliance*; procedure, anche di controllo interno, per la trasparente e corretta prestazione dei servizi; conflitti di interesse. Alla Banca d'Italia è invece rimessa la vigilanza sull'osservanza delle disposizioni in materia di: organizzazione (compresa l'istituzione della funzione di *compliance*); continuità operativa; *audit* interno; gestione dei rischi; responsabilità dell'alta dirigenza.



Rimangono assegnate alla Banca d'Italia le competenze generali previste dal Testo unico bancario in materia di organizzazione e controlli interni nelle banche e nei gruppi bancari.

### **3. *Il ruolo e i rischi delle banche nell'attività in derivati***

#### **3.1 *L'operatività***

Gli intermediari bancari sono attivi nei mercati dei derivati con strategie e comportamenti operativi differenziati in relazione agli obiettivi aziendali prescelti.

A grandi linee, è possibile distinguere fra banche che operano sul segmento dei derivati in modo circoscritto e solo per finalità di copertura del proprio rischio e banche che utilizzano derivati e prodotti di tipo innovativo per sviluppare e diversificare le fonti di reddito, anche a causa della contrazione dei ricavi dell'intermediazione tradizionale.

L'operatività in derivati da parte delle banche è svolta prevalentemente con controparti bancarie e finanziarie. Negli ultimi anni, tuttavia, si è registrato un notevole sviluppo dell'attività in derivati nei confronti di imprese, enti locali, clientela *retail* (complessivamente definiti "clientela non istituzionale"). La conclusione di contratti derivati con queste controparti è, di norma, complementare all'offerta dei servizi bancari e finanziari più tradizionali.

La strutturazione di derivati per la clientela richiede il possesso, da parte delle banche, di competenze matematico-finanziarie, necessarie per "ingegnerizzare" prodotti rispondenti a esigenze differenziate. Tale attività è svolta da intermediari specializzati che operano quali fabbriche di prodotti per conto dei gruppi bancari di appartenenza o a servizio di altre banche.

L'offerta di derivati alle imprese ha registrato nel tempo un'evoluzione delle forme tecniche. La prima generazione di prodotti ha dotato le aziende di strumenti per la gestione dei rischi, idonei a rendere il risultato economico indipendente dalle variazioni

dei mercati finanziari, attraverso la predeterminazione dei costi di indebitamento e dei prezzi di acquisto/vendita di materie prime e prodotti finiti.

Tali strumenti, tuttavia, rendevano il risultato economico immune dai rischi finanziari, ma non consentivano alle imprese di beneficiare di favorevoli andamenti delle variabili di mercato. Ciò ha determinato, più di recente, lo sviluppo di prodotti in grado di offrire copertura per i rischi connessi con il verificarsi solo di taluni scenari negativi per l'azienda, quelli ritenuti più probabili.

Da ultimo le imprese, specie quelle di maggiori dimensioni, hanno espresso una domanda di prodotti derivati sempre più innovativi che, alla funzione di copertura, uniscono anche una componente di tipo speculativo. Gli elevati margini rivenienti da tali operazioni hanno indotto taluni intermediari ad estenderne l'offerta anche alle imprese minori. Si tratta di prodotti complessi il cui esame presuppone una particolare competenza e che, a fronte di un minor costo della copertura ovvero di altri benefici economici (versamento di un corrispettivo *upfront*)<sup>(6)</sup>, espongono le imprese a rischi di difficile apprezzamento.

La clientela *retail* acquista, di norma, prodotti derivati con finalità di copertura dei rischi di tasso di interesse connessi con i finanziamenti ricevuti; peraltro, i derivati sono utilizzati anche come forma di investimento, al fine di realizzare rendimenti superiori alla media, con conseguente assunzione, non sempre consapevole, di rischi particolarmente elevati.

Dell'operatività in derivati con controparti gli enti locali si riferirà più avanti.

### 3.2 I rischi

Per il sistema bancario nel suo complesso l'attività in derivati determina una esposizione a rischi di mercato di entità modesta. Dall'analisi dell'operatività emerge

---

<sup>(6)</sup> L'*upfront* è una somma di denaro pagata dall'intermediario alla controparte del contratto, al fine di ristabilire l'equilibrio finanziario della transazione nei casi di valore di mercato negativo al momento della stipula del contratto.

infatti che le banche italiane svolgono principalmente un'attività di intermediazione tra le posizioni in derivati assunte da operatori residenti e il mercato finanziario internazionale, trasferendo una parte rilevante del rischio sui bilanci delle maggiori banche commerciali e di investimento estere.

Il capitale assorbito a fronte dei rischi di mercato, che includono quelli relativi alle posizioni in derivati, è risultato a dicembre 2006 pari al 4,4 per cento del patrimonio di vigilanza, in flessione di 1,2 punti rispetto a dicembre 2005. L'andamento è analogo per tutte le categorie dimensionali di banche (gruppi maggiori, banche popolari e banche di credito cooperativo).

Tuttavia, l'evoluzione delle tipologie contrattuali ha determinato per le banche un'accentuazione dei rischi di controparte e l'emersione di ulteriori rischi, non tradizionali e difficilmente quantificabili, come quelli legali e reputazionali, che possono compromettere il legame fiduciario con la clientela con pesanti riflessi sul valore aziendale.

Pertanto, al fine di prevenire potenziali effetti negativi connessi allo sviluppo dei mercati dei derivati, è necessario che la vendita dei contratti si rivolga a soggetti debitamente qualificati e si realizzi attraverso un elevato livello di trasparenza informativa, elemento cruciale per garantire la piena rispondenza dei prodotti collocati alle esigenze e ai profili di rischio delle controparti.

#### **4. *Le dimensioni del fenomeno***

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) pubblica periodicamente informazioni statistiche sui valori nozionali e di mercato dell'attività in derivati svolta dalle grandi banche internazionali al di fuori dei mercati regolamentati (cd. *over the counter - OTC*).

Il volume delle negoziazioni viene espresso attraverso il valore nozionale, ovvero il parametro di riferimento per il calcolo dei flussi di pagamento. Il valore

nozionale non rappresenta un indicatore di rischio dei derivati; il rischio effettivo è solo una frazione ridotta di tale valore ed è collegato alle caratteristiche contrattuali (attività sottostante, meccanismi di indicizzazione, durata) e di mercato (variabilità attesa del valore dell'attività sottostante, grado di liquidità del mercato, merito di credito della controparte) delle operazioni poste in essere dalle banche.

Il rischio assunto dagli operatori è espresso dal valore di mercato. Esso rappresenta la perdita (valore negativo) o il guadagno (valore positivo) potenziale che si determinerebbe per l'intermediario se il contratto fosse chiuso alla data di rilevazione. La BRI pubblica il "valore lordo di mercato" pari alla somma in valore assoluto delle componenti positive e negative. È necessario fare riferimento a tale aggregato se si vuole fare un raffronto a livello internazionale su basi comparabili.

Dalle statistiche della BRI risulta una crescita sostenuta nel biennio 2005 – 2006 dell'attività in derivati finanziari e creditizi OTC svolta dalle banche a livello mondiale (tav. 1). Il valore nozionale è passato dai 189 mila miliardi di euro a fine 2004 ai 315 mila miliardi di euro a dicembre 2006 (+ 66 per cento). Il 70 per cento dei volumi è rappresentato da derivati finanziari su tassi di interesse (222 mila miliardi di euro). Il comparto più dinamico è quello dei derivati creditizi <sup>(7)</sup>, cresciuto del 366 per cento, con un ammontare nozionale a fine 2006 di 22 mila miliardi di euro.

Nello stesso periodo, a livello mondiale il valore lordo di mercato è cresciuto del 7 per cento, da circa 6.900 a 7.400 miliardi di euro. Il limitato incremento dei valori di mercato rispetto alla crescita dei nozionali era sintomatico di una situazione stabile dei mercati finanziari e di fluttuazioni contenute dei prezzi.

In Italia, le banche hanno accresciuto la propria operatività in derivati ad un ritmo inferiore rispetto a quanto registrato dai mercati internazionali (tav. 2). Nel biennio 2005 - 2006 il volume nozionale di attività è aumentato del 16 per cento, da 6.700 a 7.800 miliardi di euro. Anche per il sistema bancario nazionale la componente più rilevante è rappresentata dai derivati finanziari (7.660 miliardi a fine 2006) mentre il valore

---

<sup>(7)</sup> Per quanto riguarda i derivati su credito, le statistiche BRI includono solo i *credit default swap* i quali rappresentano peraltro la tipologia più diffusa di operazioni della specie.

nozionale dei derivati creditizi rimane limitato (140 miliardi), pur a fronte di una crescita consistente nel periodo considerato (+ 44 per cento).

Alla fine del 2006, il valore lordo di mercato dei contratti stipulati dalle banche operanti in Italia si è ridotto del 15 per cento, attestandosi a 180 miliardi di euro pari al 2,5 per cento dell'aggregato a livello internazionale (tav. 3); oltre la metà dell'esposizione è verso controparti non residenti.

A giugno 2007, atteso anche il consolidamento delle unità estere del gruppo Unicredito, il valore nozionale dei derivati finanziari e creditizi in capo alle banche italiane ha raggiunto 10 mila miliardi mentre il valore lordo di mercato è pari a 270 miliardi; come recentemente indicato dal Governatore in occasione della Giornata del Risparmio, il valore di mercato dell'esposizione delle banche in derivati è positivo per 150 miliardi di euro.

## **5. *L'operatività in derivati degli enti locali***

### **5.1 *La normativa***

Come già chiarito nella relazione della Consob, l'operatività in derivati, e più in generale l'accesso al mercato dei capitali da parte degli Enti locali sono soggetti ad una articolata disciplina speciale. Non mi soffermerò sugli aspetti di dettaglio di tale disciplina; nondimeno, vi sono alcuni passaggi normativi che appaiono più rilevanti e che meritano di essere sottolineati.

In primo luogo, la legge n. 448/2001 e il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze n. 389/2003, che vi dà attuazione, individuano e disciplinano puntualmente i casi in cui gli enti territoriali possono concludere contratti derivati. In particolare, è previsto che le operazioni di indebitamento in valute diverse dall'euro debbano essere coperte contro il rischio di cambio attraverso uno *swap* di tasso di cambio e che i prestiti obbligazionari con rimborso del capitale in unica soluzione alla

scadenza (cosiddetti *bullet*) debbano essere affiancati da uno *swap* d'ammortamento <sup>(8)</sup>, ove non sia costituito un apposito fondo di ammortamento.

Le norme in vigore consentono inoltre la stipula di una serie di contratti derivati delle sole tipologie *plain-vanilla*. Sono ammessi contratti derivati finalizzati alla ristrutturazione del debito, a condizione che vengano rispettati i seguenti requisiti: i) i derivati non devono determinare il posticipo della scadenza originaria; ii) non devono comportare la corresponsione all'ente di *upfront* superiori all'1 per cento del valore nominale; iii) non devono prevedere un profilo crescente nel tempo dei valori attuali dei pagamenti, al fine di evitarne la concentrazione in prossimità della scadenza.

In ogni caso, la conclusione di contratti derivati è consentita solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute e con intermediari aventi un *rating* adeguato <sup>(9)</sup>.

La legge finanziaria per il 2007 ha previsto l'obbligo di comunicazione preventiva al Dipartimento del tesoro delle operazioni in strumenti finanziari derivati. La comunicazione, che costituisce condizione legale di efficacia dei contratti, consente al Ministero di valutare la conformità delle operazioni a quanto previsto dalla legge e, in caso di violazioni, di informarne la Corte dei Conti per i provvedimenti di competenza <sup>(10)</sup>. A livello aggregato, inoltre, le operazioni in derivati sono comunicate trimestralmente al Ministero dell'economia e delle finanze, insieme ai dati concernenti l'utilizzo netto del credito bancario a breve termine, i mutui accesi presso soggetti esterni alla pubblica amministrazione, le emissioni obbligazionarie e le cartolarizzazioni <sup>(11)</sup>.

---

<sup>(8)</sup> Con lo "swap di ammortamento" l'ente territoriale corrisponde periodicamente (es. semestralmente) alla banca una rata, a fronte della quale la banca istituisce un fondo investito in obbligazioni. Alla scadenza del prestito, la banca paga all'ente una somma che viene impiegata per l'estinzione del prestito medesimo. L'obbligo di concludere questo contratto derivato, in alternativa alla costituzione di un fondo di ammortamento, è da mettere in relazione all'esigenza che l'ammortamento del prestito non gravi unicamente sul bilancio dell'anno di scadenza delle obbligazioni.

<sup>(9)</sup> La Circolare 27 maggio 2004 del Ministero dell'Economia e delle Finanze precisa che per *rating* adeguato si intende un *rating* non inferiore a BBB/Baa2/BBB rilasciati, rispettivamente, dalle agenzie Standard&Poor's, Moody's, Fitch Ratings.

<sup>(10)</sup> Cfr. legge n. 448/2001, art. 41, co. 2-bis e 2-ter, introdotti dalla legge. n. 296/2006, art. 1, co. 737 e 738.

<sup>(11)</sup> Art. 1 del D.M. 389/2003.

## 5.2 *Lo scenario di riferimento*

A partire dai primi anni 2000 la finanza degli enti locali, in precedenza basata essenzialmente sui trasferimenti statali con vincolo di destinazione e sul ricorso all'indebitamento a medio-lungo termine con la Cassa Depositi e Prestiti (in prevalenza a tasso fisso), ha evidenziato un repentino mutamento di scenario.

Le politiche di contenimento della spesa attuate a livello centrale hanno determinato tensioni di liquidità a carico degli enti; di pari passo, il decentramento amministrativo e la riforma del titolo V della Costituzione hanno spinto verso un aumento dell'autonomia finanziaria delle amministrazioni territoriali.

In tale contesto si è affermata una disciplina del credito agli enti locali caratterizzata dall'obiettivo di consentire più ampi margini alle iniziative autonome di finanziamento regionali e locali, rendendo più agevole l'accesso al mercato dei capitali finanziari. Ne è derivato un mutamento sostanziale della composizione del debito degli enti; le passività rappresentate da titoli, che a metà degli anni novanta erano l'uno per cento del debito complessivo, sono aumentate, alla fine del 2006 sino ad un terzo. Circa due terzi dei titoli sono collocati sui mercati esteri. Si sono affermati sul mercato intermediari specializzati nel finanziamento del settore pubblico e delle infrastrutture.

L'incremento del grado di complessità della gestione finanziaria degli enti locali ha reso evidenti i possibili benefici connessi con l'uso degli strumenti finanziari innovativi e ha determinato una significativa crescita dell'attività in derivati anche da parte di enti che non avevano mai stipulato contratti della specie <sup>(12)</sup>.

Sul mercato dei derivati agli enti locali sono presenti, essenzialmente, alcune tra le maggiori banche d'affari internazionali, la Cassa Depositi e Prestiti, la filiazione italiana di un operatore bancario europeo ed un numero ristretto di intermediari italiani specializzati.

---

<sup>(12)</sup> Come rilevato dalla Corte dei Conti nella Relazione sulla gestione finanziaria delle regioni 2007, è questo il caso del Piemonte, del Veneto e della Basilicata, che nel 2006 hanno sottoscritto derivati per un nozionale di 2.400 milioni di euro.

Le operazioni più rilevanti vengono solitamente poste in essere da consorzi, nei quali gli intermediari esteri assumono sovente una posizione di rilievo; ad esempio, tra le operazioni più recenti di importo nozionale maggiore (che hanno riguardato la Regione Campania e la Regione Piemonte), la quota del valore nozionale facente capo al principale operatore italiano del settore non superava un terzo del valore complessivo.

L'esposizione in derivati finanziari degli enti locali, rilevata in Centrale dei Rischi, è pressoché raddoppiata nel periodo compreso tra dicembre 2005 e dicembre 2006 (da 500 milioni a quasi un miliardo di euro); ad agosto 2007 è pari a 1.054 milioni di euro (tav. 4). Tale importo, che rappresenta il 2,9 per cento dell'indebitamento per cassa, costituisce peraltro una sottostima considerato che gli enti di maggiori dimensioni ricorrono spesso a intermediari esteri, per i quali non si dispone di informazioni.

### 5.3 *Le motivazioni per il ricorso ai derivati e i rischi per gli enti*

L'utilizzo dei derivati permette agli enti di trovare risposte adeguate ad alcune esigenze finanziarie, quali quelle della ristrutturazione dell'indebitamento in essere, mediante riscadenzamento e/o sostituzione di passività<sup>(13)</sup> ovvero della copertura dei rischi di mercato, mediante l'adeguamento delle condizioni contrattuali dei prestiti ai mutamenti degli scenari economici e finanziari. Con riferimento a quest'ultimo aspetto, il ricorso ai derivati ha permesso agli enti locali, pur in presenza di un indebitamento pregresso in prevalenza a tasso fisso, di trarre beneficio dalla riduzione dei tassi di interesse conseguente al processo di convergenza verso la moneta unica.

In alcuni casi, le operazioni in derivati hanno avuto come scopo principale quello di generare, almeno nel breve periodo, liquidità aggiuntiva, con un sostanziale effetto di finanziamento. L'obiettivo può essere conseguito sia tramite la sottoscrizione di contratti con valore di mercato negativo, a fronte dei quali l'intermediario eroga somme per cassa all'ente a titolo di commissioni *upfront*, sia stipulando operazioni di

---

<sup>(13)</sup> Tali interventi sono finalizzati a ridurre il costo della raccolta ovvero a modificarne la scadenza (ad esempio, alcune regioni hanno rimborsato anticipatamente mutui stipulati con la Cassa Depositi e Prestiti e li hanno sostituiti con raccolta obbligazionaria).



ristrutturazione del debito che determinano modifiche nel profilo di ammortamento originario, rinviando al futuro parte delle quote capitale.

L'esigenza di una attenta analisi preventiva dei contratti, introdotta come accennato in precedenza dalla legge finanziaria 2007, si ravvisa in misura particolare per i derivati che determinano effetti di finanziamento, in considerazione della dilazione del servizio del debito dell'ente a carico delle gestioni future che questi comportano. Tali passività non vengono inoltre registrate né nella contabilità pubblica né nelle statistiche sul debito pubblico. Si riduce la trasparenza dei bilanci degli enti locali.

Desta inoltre preoccupazione il fenomeno della successiva ricontrattazione dei derivati, attuata in alcuni casi da enti di piccole dimensioni che, a fronte di contratti con valore negativo stipulati in precedenza, possono essere indotti a rimodularne le condizioni per distribuire nel tempo gli oneri attuali. Si tratta di operazioni che accrescono la complessità degli strumenti, ne rendono meno chiara la struttura dei costi e dei benefici e determinano il trasferimento di ulteriori oneri a carico delle gestioni future; possono scaturirne effetti a cascata, con esposizioni finanziarie progressivamente crescenti.

I rischi per gli enti aumentano considerevolmente nei casi in cui la loro operatività in derivati non sia supportata da adeguate competenze professionali, idonee ad apprezzare gli effettivi rischi e benefici che discendono dagli strumenti sottoscritti.

## **6. *L'azione di vigilanza***

### **6.1 *La vigilanza sulla finanza e sui derivati***

Nello svolgimento dei propri compiti di tutela della stabilità del sistema bancario, la Banca d'Italia ha seguito da vicino gli sviluppi dell'industria finanziaria, oltre che sul piano normativo, anche svolgendo una azione di vigilanza finalizzata ad accrescere la consapevolezza degli intermediari in ordine ai rischi derivanti dall'operatività in strumenti finanziari complessi, promuovendo coerenza tra organizzazione, sistemi di controllo e assunzione dei relativi rischi.

L'azione di supervisione della Banca d'Italia prende in considerazione tutte le tipologie di rischio cui sono esposti gli intermediari che operano in derivati.

Rilevano in primo luogo i rischi finanziari nei quali le banche incorrono nell'attività in derivati per la gestione del portafoglio di proprietà. Le relative verifiche vengono svolte anche nell'ambito degli ordinari accertamenti ispettivi di carattere generale; per gli intermediari caratterizzati da operatività più articolata e complessa vengono altresì disposte, ove necessario, ispezioni di tipo settoriale, focalizzate sul comparto dell'intermediazione finanziaria.

La Banca d'Italia richiede e verifica che nell'operatività in derivati gli intermediari conformino la propria attività a canoni coerenti con la sana e prudente gestione.

Fra le modalità operative considerate virtuose rientrano, ad esempio, la puntuale valutazione del merito di credito delle controparti di contratti derivati, il controllo costante delle relative esposizioni, il monitoraggio dei profili di rischio legale e reputazionale. È auspicato il ricorso a prove di stress volte a quantificare l'ammontare massimo delle esposizioni nei confronti dei clienti (rischio di controparte) e a verificarne la coerenza rispetto al profilo di rischio di questi ultimi.

La Vigilanza, inoltre, prende in considerazione le segnalazioni della Consob sulle eventuali disfunzioni che, incidendo sulle relazioni con la clientela, possono avere riflessi sulla sana e prudente gestione delle banche.

Allo stesso fine la Banca d'Italia ha avuto modo di intervenire anche sui rapporti finanziari tra le banche e il sistema degli enti territoriali.

Nel 2002, in relazione alla possibilità per gli enti di indebitarsi solo per investimenti, la Vigilanza ha richiesto alle banche che, nelle domande di finanziamento presentate dagli enti locali, siano chiaramente indicate le finalità del fido, allo scopo di evitare rischi legali connessi alla validità dei contratti.

Per lo stesso motivo, nel 2004, gli intermediari vigilati dalla Banca d'Italia sono stati richiamati al puntuale rispetto della normativa in materia di strumenti derivati con controparti enti locali.

#### *6.2 L'azione della Vigilanza nel biennio 2004-2005*

Buona parte degli episodi su cui si è recentemente concentrata l'attenzione dell'opinione pubblica si è verificata nel biennio 2004-2005; nello stesso periodo la Banca d'Italia ha svolto specifici controlli volti a valutare anche l'esposizione delle banche italiane ai rischi legali e di reputazione connessi con l'operatività in derivati.

I vertici aziendali dei gruppi bancari di maggiori dimensioni – cui era riconducibile la gran parte delle transazioni in derivati con controparti non istituzionali – sono stati in più occasioni richiamati alla necessità che la commercializzazione avvenga nel pieno rispetto delle regole vigenti, che le prescrizioni normative trovino riscontro in disposizioni interne adeguatamente formalizzate e che siano rafforzati i sistemi di controllo sull'operatività delle reti di vendita. L'azione di vigilanza ha stimolato in questo periodo l'adozione, da parte degli intermediari, di prassi conformi ai principi ispiratori della direttiva MiFID.

Nel corso del 2005 sono stati disposti accertamenti ispettivi su due dei principali operatori nazionali nel segmento dei derivati alle imprese. In un caso, ad esito delle verifiche, sono state contestate all'intermediario lacune relative al sistema di controllo e alle procedure per la valutazione dei rischi di controparte. E' stata inoltre richiamata l'attenzione della banca sul frequente ricorso alle rimodulazioni dei derivati, che ha comportato continui differimenti degli esborsi da parte della clientela, originando una crescita dei valori dei contratti.

In entrambi i casi, le verifiche hanno riguardato anche profili relativi alla commercializzazione a clientela non istituzionale di derivati OTC, in aderenza alle richieste formulate dalla Consob ai sensi dell'art. 10, comma 2, del TUF.

Alla Commissione sono state inviate numerose segnalazioni in merito a irregolarità, rilevate nel corso dell'attività di vigilanza ispettiva, nello svolgimento dei servizi di investimento da parte degli intermediari o nel comportamento dei promotori finanziari.

### 6.3 *L'azione della Vigilanza a partire dal 2006*

In considerazione della crescente rilevanza del fenomeno dei derivati e, più di recente, alla luce delle possibili conseguenze sulla solvibilità degli intermediari che sarebbero potute derivare dalle ultime tensioni sui mercati finanziari, la Vigilanza ha reso ancora più intensa la propria azione di monitoraggio.

A partire dal 2006, sono state effettuate ispezioni mirate presso tre gruppi bancari, tra i più attivi nel comparto.

Nel noto caso della Banca Italease, le gravi carenze nell'organizzazione e nei controlli interni, unitamente alle rilevanti perdite rivenienti dall'attività in derivati, hanno indotto la Banca d'Italia ad assumere misure di vigilanza particolarmente rigorose; sono stati, tra l'altro, imposti l'integrale ricambio degli organi statutari, la realizzazione immediata di un aumento di capitale per ripianare le perdite, il divieto di operare in derivati diversi da quelli *plain-vanilla*.

Negli ultimi mesi ha preso avvio un programma ulteriore di accertamenti specificamente orientati all'operatività in derivati. Le verifiche, attualmente in corso presso quattro gruppi bancari, includono anche l'attività con gli enti locali.

Lo scorso mese di agosto la Banca d'Italia ha avviato un'indagine sull'operatività in derivati svolta dall'intero sistema bancario. A tal fine, è stata richiesta agli organi di controllo delle banche italiane una apposita autovalutazione del grado di idoneità degli assetti organizzativi, dei processi operativi e del sistema di controllo e misurazione dei rischi relativi ai prodotti derivati; è stato chiesto di esaminare le principali tipologie dei prodotti offerti, segnalando quelli che presentano maggiori elementi di complessità e si

caratterizzano per i livelli più elevati di rischiosità. Valutazioni saranno possibili una volta pervenute tutte le risposte, orientativamente per la fine del mese di novembre.

Nel quadro delle iniziative poste a presidio dell'operatività delle banche nei comparti più innovativi rientrano anche le disposizioni di vigilanza in materia di *compliance*. La Vigilanza sarà chiamata a svolgere, in attuazione del Secondo pilastro di Basilea 2, ulteriori verifiche dei rischi di incorrere in sanzioni giudiziarie o amministrative, perdite finanziarie rilevanti o danni di reputazione in conseguenza di violazioni di norme imperative ovvero di autoregolamentazione (cd rischio di non conformità). Il confronto con gli operatori si incentrerà sulla funzionalità e adeguatezza dei meccanismi gestionali e organizzativi volti ad assicurare il presidio anche dei rischi di non conformità.

#### **7. Considerazioni conclusive**

Considerate le dotazioni patrimoniali di cui dispone il sistema bancario italiano, la dimensione dei rischi a fronte dell'operatività in derivati appare contenuta. Non si ravvisano, allo stato, rischi per la stabilità del sistema bancario nel suo complesso.

L'insieme delle regole prudenziali, oggi rafforzato a seguito dell'attuazione di Basilea 2, amplia i presidi anche a fronte dei rischi connessi con gli strumenti derivati. L'azione di vigilanza, resa più intensa dal nuovo quadro regolamentare, tende a perseguire una più efficace valutazione e gestione dei rischi da parte degli intermediari.

Quanto ai rapporti con la clientela, sono stati introdotti, con il recepimento della direttiva MiFID, più articolati meccanismi di tutela degli investitori. Sono state poste le basi per una ancora più stretta collaborazione tra la Banca d'Italia e la Consob al fine di conseguire appieno gli obiettivi del puntuale rispetto delle regole di condotta e del compiuto presidio dei rischi assunti dagli intermediari.

Con specifico riferimento ai derivati stipulati dagli enti locali, sono auspicabili maggiore attenzione da parte degli enti medesimi, migliore trasparenza operativa e

controlli più efficaci. In tal senso vanno positivamente valutate le iniziative, attualmente in discussione nell'ambito dell'esame parlamentare del disegno di legge finanziaria 2008, volte a perseguire i suddetti obiettivi. La Banca d'Italia è pronta a fornire la propria collaborazione per l'elaborazione delle misure attuative. Sul piano generale, una razionalizzazione del quadro normativo è auspicabile per evitare comportamenti elusivi.

La Banca d'Italia, nel mutato contesto di mercato e normativo, continuerà a seguire con grande attenzione l'evoluzione dell'attività in derivati delle banche, con l'obiettivo di garantire la stabilità del sistema, nel rispetto dell'autonomia imprenditoriale degli operatori.

Tav. 1

**Valore nozionale e lordo di mercato dei mercati  
dei derivati OTC a livello mondiale**  
importi in miliardi di euro

Fattori di rischio / tipologie contrattuali	Valore nozionale			Valore lordo di mercato		
	dic-04	dic-06	Var. %	dic-04	dic-06	Var. %
<b>Totale contratti</b>	<b>189.346</b>	<b>315.248</b>	<b>66%</b>	<b>6.885</b>	<b>7.361</b>	<b>7%</b>
Totale derivati su cambi	21.504	30.508	42%	1.135	958	-16%
<i>Forward e scambi di valuta</i>	10.977	15.055	37%	472	355	-25%
<i>Swap</i>	6.037	8.179	35%	547	455	-17%
<i>Opzioni</i>	4.490	7.273	62%	116	149	28%
Totale derivati su tassi	139.867	221.706	59%	3.977	3.670	-8%
<i>Forward rate agreement</i>	9.390	14.191	51%	16	24	46%
<i>Interest rate swap</i>	110.593	174.472	58%	3.600	3.163	-12%
<i>Opzioni</i>	19.884	33.043	66%	361	483	34%
Totale derivati su azioni	3.219	5.683	77%	366	646	77%
<i>Forward e swap</i>	555	1.339	141%	56	125	125%
<i>Opzioni</i>	2.664	4.344	63%	310	522	68%
Totale derivati su materie prime	1.059	5.268	397%	124	506	308%
<i>Oro</i>	271	352	30%	23	43	81%
<i>Altre materie prime</i>	789	4.916	523%	101	464	361%
Totale derivati su crediti (CDS)	4.696	21.897	366%	98	357	265%
<i>Strumenti single-name</i>	3.757	14.339	282%	82	219	167%
<i>Strumenti multi-name</i>	939	7.557	705%	16	137	751%
Non allocati	19.000	30.186	59%	1.184	1.222	3%

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali

**Derivati finanziari e creditizi dei gruppi bancari e delle banche operanti in Italia**  
valori nozionali in miliardi di euro

	dicembre 2004		dicembre 2006		Var. % 2006 / 2004
	Importo	%	Importo	%	
<b>Derivati Finanziari</b>	<b>6.622,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>7.658,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>15,6%</b>
<i>di cui: residenti</i>	2.283,4	34,5%	2.432,1	31,8%	6,5%
<i>non residenti</i>	4.339,3	65,5%	5.226	68,2%	20,4%
<b>Derivati Creditizi</b>	<b>99,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>143,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>44,2%</b>
<i>di cui: residenti</i>	6,1	6,1%	11,4	8%	88,3%
<i>non residenti</i>	93,1	93,9%	131,7	92%	41,3%

Fonte: Banca d'Italia - Matrice dei conti



**Derivati finanziari e creditizi dei gruppi bancari e delle banche operanti in Italia**  
valori di mercato in milioni di euro

	dicembre 2004		dicembre 2006	
	Importo	%	Importo	%
<b>Derivati Finanziari</b>				
<b>Valore di mercato positivo</b>	<b>106.477</b>	<b>100,0%</b>	<b>86.368</b>	<b>100,0%</b>
Residenti				
<i>Pubblica Amministrazione</i>	627	0,6%	1.751	2,0%
<i>Banche, Finanziarie, Assic.</i>	37.651	35,4%	31.398	36,4%
<i>Imprese</i>	5.416	5,0%	4.238	4,9%
<i>Altro</i>	1.578	1,5%	1.133	1,3%
Non residenti	61.205	57,5%	47.848	55,4%
<b>Valore di mercato negativo</b>	<b>105.234</b>	<b>100,0%</b>	<b>92.663</b>	<b>100,0%</b>
Residenti				
<i>Pubblica Amministrazione</i>	338	0,3%	431	0,5%
<i>Banche, Finanziarie, Assic.</i>	34.661	33,0%	34.603	37,3%
<i>Imprese</i>	1.604	1,5%	1.447	1,6%
<i>Altro</i>	2.194	2,1%	5.926	6,4%
Non Residenti	66.437	63,1%	50.256	54,2%
<b>Derivati Creditizi</b>				
<b>Valore di mercato positivo</b>	<b>100</b>	<b>100,0%</b>	<b>830</b>	<b>100,0%</b>
Residenti				
<i>Pubblica Amministrazione</i>	-	0,0%	10	1,2%
<i>Banche, Finanziarie, Assic.</i>	1	1,0%	691	83,2%
Non Residenti	99	99,0%	129	15,6%
<b>Valore di mercato negativo</b>	<b>138</b>	<b>100,0%</b>	<b>148</b>	<b>100,0%</b>
Residenti				
<i>Banche, Finanziarie, Assic.</i>	3	2,2%	1	0,7%
Non Residenti	135	97,8%	147	99,3%
<b>Derivati Finanziari e Creditizi</b>				
<b>Valore lordo di mercato</b>	<b>211.949</b>	<b>100,0%</b>	<b>180.009</b>	<b>100,0%</b>
Residenti				
<i>Pubblica Amministrazione</i>	965	0,5%	2.192	1,2%
<i>Banche, Finanziarie, Assic.</i>	72.316	34,1%	66.693	37,1%
<i>Imprese</i>	7.020	3,3%	5.685	3,2%
<i>Altro</i>	3.772	1,8%	7.059	3,9%
Non residenti	127.876	60,3%	98.380	54,6%

Fonte: Banca d'Italia - Matrice dei conti

**Esposizione delle banche in derivati finanziari verso gli enti locali**  
importi in milioni di euro

	Regioni	Provincie	Comuni	Altro	Totale
dic-05	131	77	286	9	503
dic-06	341	81	528	3	953
giu-07	245	131	688	3	1.067
ago-07	278	99	674	3	1.054

Fonte: Banca d'Italia - Centrale dei Rischi

NOTA. La Centrale dei Rischi rileva mensilmente le esposizioni in derivati finanziari OTC delle banche operanti in Italia, ovvero il credito vantato nei confronti della clientela al netto di eventuali accordi contrattuali di compensazione (valore di mercato netto positivo per la banca). A differenza della matrice dei conti, sono censite in CR le sole posizioni che presentano un valore di mercato netto positivo per la banca. Non sono inclusi i contratti stipulati da filiazioni estere di banche italiane, da filiali estere di banche italiane nei confronti di controparti non residenti nonché le esposizioni inferiori alla soglia di censimento, pari a 75 mila euro.

**ATTI DELL'INDAGINE CONOSCITIVA REALIZZATA DALLA VI COMMISSIONE  
(FINANZE) DELLA CAMERA DEI DEPUTATI NELLA XIV LEGISLATURA SULLE  
PROBLEMATICHE RELATIVE ALLA DIFFUSIONE DI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI**



COMMISSIONE VI  
FINANZE  
Resoconto stenografico

INDAGINE CONOSCITIVA

---

Seduta di martedì 14 dicembre 2004

---

Pag. 3

---

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE GIORGIO LA MALFA  
La seduta comincia alle 8,30.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso impianti audiovisivi a circuito chiuso.  
(Così rimane stabilito).

Audizione dei rappresentanti della Confindustria.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, l'audizione dei rappresentanti della Confindustria.

A nome della Commissione, desidero dare il benvenuto ai nostri ospiti e ringraziarli per avere voluto corrispondere all'invito rivolto loro a partecipare all'odierna audizione. Sono presenti: il presidente del comitato tecnico per il credito riservato alle piccole e medie imprese, dottor Francesco Bellotti, il direttore fisco e diritto di impresa, dottor Fabrizio Carotti, il direttore lobby ed attività di legislazione, dottoressa Patrizia La Monica, il capo ufficio stampa, dottoressa Vincenza Alessio, ed infine il responsabile rapporti parlamentari, dottor Zeno Tentella.

Mi scuso con loro per l'ora inconsueta di svolgimento di questa audizione, dovuta alla particolare densità - soprattutto nelle ore centrali - del calendario parlamentare, nelle settimane immediatamente antecedenti alla pausa di fine anno, ciò che ha condizionato, conseguentemente, l'organizzazione di tutte le nostre attività. Come loro sanno, il senso di questa audizione, nell'alveo della più ampia indagine conoscitiva in cui si colloca, è quello di far luce sulla complessa materia degli strumenti finanziari derivati. Durante il corso dell'estate, una serie di articoli apparsi su testate di stampa economica nazionale hanno infatti messo in luce i problemi che avrebbero incontrato o che incontrerebbero molte imprese di medie e piccole dimensioni a causa dell'utilizzazione, per il loro finanziamento, di strumenti di finanza derivata, spesso molto complessi.

Alla luce dei problemi emersi, la Commissione finanze della Camera dei deputati ha ritenuto fosse opportuno svolgere un'indagine conoscitiva al riguardo, per approfondire la conoscenza della

materia, con particolare riferimento alla diffusione degli strumenti finanziari derivati nel finanziamento delle imprese e degli enti pubblici, locali e regionali, registratasi con maggiore evidenza negli ultimi anni. Si tratta di sviluppi relativamente recenti dei mercati finanziari, molto complessi. Il nostro sforzo è capire di che cosa si tratti, comprendere esattamente gli aspetti positivi, gli eventuali rischi ed i profili negativi connessi alla diffusione degli strumenti in esame, e se questa materia richieda una particolare attenzione di carattere legislativo.

Abbiamo ritenuto che l'indagine dovesse cominciare dagli utilizzatori privati degli strumenti di cui si discute, cioè dal sistema delle imprese: per tale ragione - nonché per la difficoltà di organizzare le attività di Commissione in concomitanza degli impegni parlamentari legati alla sessione

---

Pag. 4

---

di bilancio -, abbiamo reputato di dover rinviare l'inizio delle audizioni, in attesa che Confindustria fosse stata disponibile a presenziare in questa sede, ritardando l'avvio di un'indagine deliberata agli inizi di settembre scorso. Ascolteremo con grande interesse ciò che Confindustria potrà riferirci rispetto a questo rilevante fenomeno; apprezzando in anticipo tutti gli eventuali documenti che i nostri ospiti vorranno depositare presso gli uffici, nell'ambito del nostro sforzo conoscitivo. Cedo, quindi, la parola il dottor Bellotti, per la sua relazione.

FRANCESCO BELLOTTI, Presidente del comitato tecnico per il credito riservato alle piccole e medie imprese. Signor presidente, Confindustria ringrazia la Commissione per aver voluto dar luogo, attraverso l'indagine in corso, ad un approfondimento sul tema dell'utilizzo dei derivati. Lor signori sanno esattamente quale sia la dinamica di sviluppo che ha interessato l'utilizzo di questo strumento nel corso degli anni recenti. In proposito, posso immediatamente trasmettere alcuni dati: in termini mondiali, nell'ultimo triennio, si è registrato un totale complessivo di 158 milioni di operazioni effettuate - 63 milioni delle quali solo sui mercati europei -, rispetto ai 75 milioni del 2001. Nel corso di un solo triennio, l'incremento è stato più che doppio. Si evidenzia che gli strumenti di cui si discute sono sempre stati prevalentemente applicati nella copertura dei rischi relativi ai tassi di interesse e tassi di cambio.

Quanto alle considerazioni di Confindustria sul fenomeno, stiamo parlando di «percezioni». Lei, signor presidente, nel corso della sua introduzione, ha fatto riferimento ad una serie di articoli giornalistici: al riguardo, le rispondo che Confindustria non dispone dei dati, può riferire, piuttosto, delle sensazioni e partecipa volentieri a questa indagine conoscitiva per trasmettere alcuni elementi su cui la Commissione potrà svolgere i necessari approfondimenti con gli interlocutori più qualificati.

Confindustria ritiene che uno strumento utile di copertura del rischio abbia avuto, nel corso di questi anni, in alcuni casi dei quali siamo a conoscenza, un utilizzo distorto, in termini di mancata percezione del rischio da parte del sottoscrittore e di non sufficiente trasparenza nella comunicazione. Questi sono gli elementi su cui dobbiamo riflettere. In termini quantitativi, riteniamo, inoltre, che sia compito del sistema bancario, inteso nella sua complessità, come insieme degli operatori, informarci - in merito a questo ambito di operazioni -, dell'estensione, in termini quantitativi, del fenomeno e della sua gravità. La nostra percezione, ripeto, è che uno strumento molto diffuso abbia generato limitati casi di grave sofferenza e che le parti, banche ed imprese, in

alcuni casi anche aiutate dal nostro sistema di rappresentanza, cerchino di trovare una soluzione che permetta di pervenire ad un esito extragiudiziale, senza aprire un contenzioso.

Le imprese chiedono trasparenza al sistema bancario. All'interno del nostro mondo è reale la percezione di aver utilizzato strumenti finanziari con un elevato grado di rischiosità senza un'informazione altrettanto chiara, così come siamo consapevoli che occorra una corretta definizione di operatore qualificato: questo è il crinale sul quale si gioca la partita della trasparenza.

Crediamo che non sia importante un'ulteriore e successiva regolamentazione, ma che tra il sistema bancario e il mondo delle imprese si definisca meglio l'operatore qualificato, per determinare non solo l'autocertificazione della capacità conoscitiva di strumenti finanziari innovativi ma l'effettiva corrispondenza tra la dichiarazione e la dimensione operativa entro la quale il soggetto opera. In altri termini, se ci si riferisse alla direttiva europea, oggi potrebbero esserci delle parametrizzazioni che legano l'autodichiarazione con la dimensione aziendale, l'asset patrimoniale e la dimensione di fatturato, in modo da evitare uno squilibrio tra l'assunzione di un rischio e la dimensione effettiva dell'impresa.

---

Pag. 5

---

Compriamo queste azioni per instaurare con il sistema bancario un rapporto diverso votato alla trasparenza e il recente protocollo di intesa sottoscritto il 30 novembre dall'ABI e dalla Confindustria va in quella direzione. Pensiamo che i derivati siano uno strumento importante per la diversificazione della copertura dei rischi delle imprese e per il bisogno di una finanza strutturata diversamente per un mondo di piccole e medie imprese che deve crescere. In questa fase alcuni dei nostri colleghi imprenditori e alcuni proponenti di questi sistemi hanno generato un utilizzo non corretto di questo strumento, che, comunque, riteniamo valido laddove si limiti alla copertura del rischio dell'impresa. Molte operazioni sono state gestite in termini speculativi e a copertura di perdite già generate dall'utilizzo degli strumenti derivati: in alcuni casi ciò ha comportato perdite pesanti.

Presidente lei ha usato l'indicazione di un danno grave subito dalle imprese: auspichiamo di poter avere anche dalla Commissione una conoscenza dimensionale completa del fenomeno. All'interno di Confindustria cerchiamo anche di ampliare la conoscenza attraverso indagini di garanzia fidi. Molti consorzi fidi sono stati emanazione delle associazioni imprenditoriali e ci siamo rivolti anche a loro per avere l'esatta dimensione di questo fenomeno. Ripeto, non abbiamo un dato preciso ma, a fronte delle notizie di stampa, a nostra conoscenza i casi gravi e complessi possono ridursi ad un centinaio, molti dei quali hanno già trovato una soluzione stragiudiziale nei confronti del rapporto diretto banche-impresa. Se altre indagini dessero dei risultati differenti da quelli che stiamo comunicando alla Commissione, sarebbe nostra cura farli avere in un documento.

In estrema sintesi, questa è la percezione del fenomeno e l'utilizzo di questi strumenti. Credo che ci sia molto da lavorare e che la Commissione abbia fatto bene ad interrogarsi sulla necessità che una corretta informazione non dia un effetto distorsivo di tali strumenti, che percepiamo, comunque, utili per la crescita della cultura finanziaria delle nostre imprese.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Bellotti per le informazioni e per l'impegno a trasmetterci la documentazione.

Lei ha detto che, almeno tra gli associati della Confindustria, saranno un centinaio le imprese che possono aver subito perdite rilevanti da questo tipo di operazioni e che per esse sono in corso degli accordi di natura stragiudiziale. Risulta anche a voi, come da prime informazioni provenienti dalla stampa, che esisterebbero molte cause giudiziarie avviate da piccole e medie imprese nei confronti del sistema bancario?

FRANCESCO BELLOTTI, Presidente del comitato tecnico per il credito riservato alle piccole e medie imprese. No, non ci risulta l'esistenza di un elevato numero di cause tra imprese e sistema bancario. Inoltre, essendo responsabile del comitato tecnico per il credito riservato alle piccole e medie imprese, abbiamo informato tutto il nostro sistema che ci occupavamo di questo tema. Infatti, non abbiamo mai sottovalutato questo aspetto ed abbiamo sollecitato le nostre componenti territoriali ad indicarci quei casi che potevano essere oggetto di attenzione e di interazione diretta con il sistema bancario. Ripeto, ad oggi mi sto occupando personalmente di tre casi, ma con ciò non voglio minimizzare il fenomeno. La Confindustria è desiderosa di conoscere a fondo la dimensione quantitativa, ma gli elementi certi sono quelli che possono derivare solo dal sistema bancario e dagli operatori che hanno agito sul mercato.

PRESIDENTE. Vorrei capire meglio il funzionamento di questo tipo di strumenti. Lei ha fatto riferimento alle operazioni derivate come interventi che hanno a che fare essenzialmente con la copertura del rischio dei tassi di interesse. Immagino che le classi di intervento riguardino i tassi di interesse e i tassi di cambio, cioè le due grandi categorie di rischi rispetto alle

-----  
Pag. 6  
-----

quali l'impresa può volere una copertura. Quali sono state tipicamente le operazioni sui tassi di interesse? Sono operazioni di trasformazione di tassi di interesse variabile in tassi di interesse fissi o viceversa? In altre parole, quale tipologia di questi derivati vi risulta tipica e qual è il contratto derivato che, prevalentemente, si sostituisce al contratto originario? A vostro giudizio, fra queste varie tipologie quali determinano una rischiosità o, come lei ha detto, un carattere speculativo particolarmente elevato?

FRANCESCO BELLOTTI, Presidente del comitato tecnico per il credito riservato alle piccole e medie imprese. L'imprenditore, spesso consigliato dal proprio istituto bancario, è messo di fronte ad uno scenario di mutamento dei tassi di interesse e delle ragioni di cambio che lo inducono a coprire una parte di questo rischio. La dinamica dell'andamento dei tassi d'interesse e del rapporto di cambio con il dollaro ha avuto un esito esattamente opposto alle previsioni che erano state realizzate.

Il problema vero è un altro. È ovvio che chiunque faccia ad un imprenditore una previsione, manifestatasi successivamente corretta, se ne assumerà il merito. Nel caso opposto, si dovrà tenere conto del fatto che, sul risultato finale, infinite variabili avranno inciso, molte delle quali non prevedibili in quel momento. La realtà è che queste coperture, realizzate soprattutto attraverso lo swap sui tassi e sul differenziale di cambio con il dollaro, hanno avuto un andamento diverso. Alla



prima perdita non si è posto immediato stop, ma si sono successivamente venduti strumenti di copertura che hanno moltiplicato, con effetto esponenziale, la perdita originaria. In altri termini, il risultato è stato quello di coprire perdite con ulteriori elementi di perdita; ciò che rappresentava un ragionevole comportamento di copertura di un rischio, a fronte di una determinata coerenza con l'andamento aziendale, è divenuto un gioco speculativo, per alcuni rivelatosi devastante. Ciò che noi imputiamo - in termini di mancanza di trasparenza - al sistema bancario, è di non avere informato il cliente del disequilibrio esistente tra le opportunità di rischio e le opportunità di guadagno, le quali si rivelano, ad un'analisi dei contratti in essere, assolutamente sproporzionate a favore del sistema bancario e di tutti i proponenti quel tipo di prodotto (derivato), a fronte della bassissima possibilità di successo per l'imprenditore. Quindi, corretta informazione e trasparenza appaiono imprescindibili, unitamente ad un bilanciamento del rischio.

PRESIDENTE. Può citare qualche esempio di contratti che presentino asimmetrie così pronunciate, affinché sia possibile comprenderne meglio la strutturazione?

FRANCESCO BELLOTTI, Presidente del comitato tecnico per il credito riservato alle piccole e medie imprese. Sul punto parleranno più appropriatamente i tecnici della materia. Quanto a me, dovrete ascoltarmi con il beneficio di inventario con cui si ascolta un soggetto che in prima persona è imprenditore - e quindi non esperto di tecnica bancaria - e che ha evitato, in certi momenti, l'uso dello strumento derivato, laddove non lo ha percepito sufficientemente chiaro, nell'esposizione del proponente. Il più semplice caso da comprendere è rappresentato dalla copertura del rischio di variazione dei tassi di interesse.

Si ponga mente a quanto segue: a fronte di uno scenario nel quale ci si prospetta un innalzamento del tasso di interesse, viene proposto un pagamento, da parte dell'imprenditore, su una cifra a debito, di un tasso di riferimento - che può essere l'Euribor - moltiplicato due volte più uno spread, contro il franco svizzero (quindi il tasso di interesse del franco svizzero è moltiplicato due volte). Effettuando calcoli molto semplici, che chiunque è in grado di svolgere, questi vi convinceranno che, essendo la dinamica del tasso di interesse in aumento, nei prossimi tre anni pagheremo molto meno di quanto avremo incassato. Nessuno,

---

Pag. 7

---

però, dice esattamente quale rischio dovremmo fronteggiare qualora le condizioni di riferimento si modificassero.

Questo è ciò che è avvenuto. I tassi di interesse sul franco svizzero hanno avuto il loro corso, le dinamiche dell'Euribor non sono state tali da determinarne un raddoppiamento, e di conseguenza gli imprenditori hanno pagato più oneri, in termini di interesse, di quanto non fosse nelle aspettative. Se fermassimo qui le nostre considerazioni, potremmo ritenere che l'accaduto è il risultato di una dinamica corretta. L'imprenditore che intende effettuare un investimento a dieci anni potrebbe essere perfettamente consapevole delle conseguenze, decidendo di voler trasformare un elemento variabile, come il tasso di interesse, in un elemento fisso, concependo l'operazione compiuta proprio in tali termini. In tal senso, vorrei anche si prestasse attenzione ad un fatto: quando si svolgono le analisi su quante migliaia di imprese siano coinvolte nell'utilizzo di questi strumenti, occorre tenere

conto che molti degli imprenditori considerati sono ricorsi a finanziamenti a lungo termine, scontando oggi un tasso di interesse su un finanziamento effettivo, capace sicuramente di penalizzarli rispetto al mercato ma non in termini di redditività e compatibilità di quell'investimento. Non facciamo di questo, dunque, una criminalizzazione. Tale è il valore dello strumento di copertura.

Diversa l'ipotesi in cui, avendo un debito, un'esposizione per cento, l'imprenditore avesse iniziato a coprirsi per mille: è a questo punto che spesso, il sistema di vendita del prodotto, svincolando un fabbisogno effettivo da un elemento speculativo, ha dato luogo ad una degenerazione. In termini di cambi, ipotizziamo alcune pratiche di swap: il soggetto interessato, nutrendo un'aspettativa che il dollaro recuperi, si mette in una posizione di acquisto a termine, che controlla con una vendita anch'essa a termine. Speculando sul differenziale di cambio, l'imprenditore penserà di trarre il proprio profitto. Se l'andamento si rivelasse contrario - ricordo che si tratta di operazioni a durata trimestrale o semestrale - nel momento in cui l'imprenditore andrà a contabilizzare la prima operazione, a fronte di una perdita, potrebbe fare due cose: coprire la perdita oppure essere indotto a stipulare un altro contratto derivato per un importo superiore, con l'aspettativa di non coprire solamente la perdita precedente. In questo ultimo caso, potrebbe accadere ciò che talvolta si verifica nel gioco del lotto: raddoppiando sempre la posta, l'interessato correrà il rischio di sbancare se stesso piuttosto che lo Stato. È evidente che l'uso distorto e la mancanza di comunicazione abbia dato luogo a casi limite dei quali, ripeto, anche noi siamo a conoscenza. Sappiamo, per esempio, di tentativi di soluzione extragiudiziale in cui, a fronte di una perdita derivante da utilizzo di swap sui cambi, parte della perdita stessa è stata coperta con il finanziamento a medio termine, a sua volta coperto da uno swap sui differenziali di tasso. Ciò vuol dire che ancora non sussiste una corretta informativa sull'uso di questi strumenti e in tali casi la richiesta di trasparenza e di informazione nei confronti del sistema bancario ha ancora una sua ragione di essere.

ROBERTO PINZA. Vorrei porre due domande. In primo luogo, vorrei soffermarmi sugli aspetti legati all'informazione, tema essenziale anche dal mio punto di vista. Il problema dell'asimmetria informativa esiste anche nei rapporti banca-impresa: sovente le imprese, soprattutto di dimensioni piccole e medie, sono esperte di finanze come può esserlo una famiglia. Le chiedo, allora, anche con riferimento al comitato che avete costituito e che ha dato luogo ad un accordo, se abbiate immaginato soluzioni al riguardo. Pongo questa domanda perché uno dei temi che stiamo sviluppando su un'altra questione, quella del risparmio, è proprio quello dell'informazione. Vorrei sapere inoltre se, in base all'esperienza maturata e ai dati direttamente in vostro possesso (ovviamente in ragione delle richieste provenienti da parte delle imprese che a voi si rivolgono), avete constatato l'esistenza di una certa percentuale

di operazioni su derivati puri in cui, sebbene l'esigenza originaria delle aziende sia quella di cui si è discusso, si sia finito per dare luogo a operazioni esclusivamente speculative. La memoria è piena di operazioni di questo tipo effettuate in passato, che fortunatamente sembravano archiviate e che non vorrei tornassero attuali, perché sarebbe un disastro per le imprese.

FRANCESCO BELLOTTI, Presidente del comitato tecnico per il credito riservato alle piccole e medie imprese. Rispondendo alla seconda domanda, il tessuto imprenditoriale che noi conosciamo è avulso da una logica speculativa finanziaria. Siamo assolutamente confidenti sul fatto che la focalizzazione dei nostri colleghi e di noi imprenditori abbia ad oggetto il business della propria impresa e non la profittabilità derivata dall'utilizzo della finanza.

Con le dovute eccezioni abbiamo sempre tenuto l'aspetto della finanza assolutamente distinto e fuori dalla gestione corretta dell'impresa. Invece, il tema della trasparenza è il punto chiave sul quale Confindustria lavora nei rapporti con il sistema bancario. Trasparenza vuol dire ricreare fiducia nel sistema di raccolta e impiego del risparmio nello sviluppo delle nostre attività produttive. Oggi la dimensione d'azienda è troppo piccola per poter essere competitiva nella globalizzazione e nella sfida dei mercati. La crescita passa attraverso una serie di strumenti, normativi e fiscali, che agevolino l'integrazione, la fusione, la concentrazione e lo sviluppo dimensionale delle imprese, ma per far questo occorre una finanza che permetta il sostegno di questa crescita.

Abbiamo bisogno di un sistema bancario forte e che possa essere partner di questa crescita. Per questa ragione, Confindustria sollecita una rapida soluzione nell'attuazione del disegno di legge sul risparmio, il che significa un passo importante nel ricreare quella fiducia rispetto al mercato, che reputiamo un elemento regolatore fondamentale. La Confindustria lavora con l'ABI per determinare una trasparenza che deve evidenziarsi nel primo momento di incontro tra le parti. Noi consideriamo le banche imprese al nostro pari e vogliamo regolare i nostri rapporti in maniera paritetica, senza contratti che contengano clausole che sono vissute da una delle controparti come in una posizione soccombente. In termini di trasparenza il protocollo di intesa chiede una riscrittura ed una revisione di alcuni elementi contenuti nel contratto di conto corrente. Il Parlamento può permettere, anche attraverso modifiche di legge, la riscrittura di alcune parti che consideriamo critiche nel rapporto di conto corrente con il sistema di bancario e che, attraverso una pariteticità di condizioni, possano eliminare quelle aree in cui la trasparenza non è assolutamente percepita.

Oggi in termini di trasparenza il cliente della banca viene a conoscenza delle mutate condizioni del proprio rapporto sulla Gazzetta Ufficiale. Credo che in un contratto di natura privatistica non sia e non debba essere obbligo per una delle parti contraenti la lettura quotidiana della Gazzetta Ufficiale per percepire il cambiamento del rapporto.

PRESIDENTE. In che senso?

FRANCESCO BELLOTTI, Presidente del comitato tecnico per il credito riservato alle piccole e medie imprese. La banca può modificare le condizioni del tasso d'interesse senza comunicarlo perché ha assolto il suo obbligo pubblicandolo sulla Gazzetta Ufficiale. Presidente, lei crede che nel nostro paese milioni di partite IVA tutte le mattine leggano la Gazzetta Ufficiale? No, ma quando modifico il prezzo e non lo comunico ai miei clienti, questi ultimi si rivolgono ad un altro fornitore. Credo che tali questioni siano molto semplici da poter realizzare perché è volontà delle parti trovare un punto di intesa.

ROBERTO PINZA. La legge è sempre un po' complicata da modificare, ma è anche nostro orientamento fare intervenire la norma quando non si può fare altrimenti. In passato una delle cose più

---

-----

pregevoli sono state le norme bancarie uniformi, che erano ricezione di usi. Allora, per quale motivo non verificate - forse, lo state già facendo - con il sistema bancario e con l'ABI la possibilità di determinare delle norme di comportamento simili alle norme bancarie uniformi, cioè che, alla fine, determinano dei comportamenti frutto di un accordo tra le parti, che poi diventano prassi e vengono recepiti nei contratti individuali? Tutto ciò potrebbe essere un percorso più rapido, molto utile anche per ridurre il peso del continuo intervento legislativo.

FRANCESCO BELLOTTI, Presidente del comitato tecnico per il credito riservato alle piccole e medie imprese. Se posso utilizzare un termine improprio, la ricerca è di un avviso comune tra le parti.

ROBERTO PINZA. Che diventa uso nel tempo!

FRANCESCO BELLOTTI, Presidente del comitato tecnico per il credito riservato alle piccole e medie imprese. Quando prima accennavo al problema dell'autocertificazione di operatore qualificato, non è necessario che sia il Parlamento a determinare i parametri entro il quale si vuole creare una soglia di credibilità della dichiarazione fatta. Recentemente, il tribunale di Milano ha respinto il ricorso di una società, il cui amministratore delegato si era prima dichiarato con autocertificazione e poi, di fronte alla perdita, ha chiesto il disconoscimento: in questo caso non possiamo che essere assolutamente concordi con la sentenza del tribunale. Forse è bene che, con un avviso comune, tra le parti ci sia una consapevole presa di coscienza, che, per potersi definire tale, occorre dimostrare che si opera nell'ambito dimensionale di alcuni elementi che possono evitare il rischio di improvvise autocertificazioni. Tuttavia, questa è una parte che va regolata in maniera privatistica

NICOLA CRISCI. Sono preoccupato perché, se il settore dell'industria lamenta una carenza di informazioni e di trasparenza del sistema finanziario, figuriamoci il rapporto delle persone più deboli con questo mondo. Inoltre, si è detto che occorre una finanza più forte e che sia in grado di rispondere alle esigenze dell'impresa che deve far fronte al problema della globalizzazione. Per rispondere ai requisiti di trasparenza e di maggiore forza, si ritiene che questo sistema bancario debba mantenere l'attuale struttura, in cui vi è una partecipazione del sistema produttivo nel capitale di rischio bancario, oppure si ritiene ipotizzabile una sua rivisitazione, tornando per certi versi ad un sistema bancario che abbia una sua autonomia, senza gli intrecci - che hanno comportato anche problemi gestionali, con ricadute preoccupanti - con il sistema produttivo nel suo capitale di rischio?

PRESIDENTE. Dottor Bellotti, non si senta costretto a rispondere a questa pur interessante domanda sulla questione di carattere generale dei rapporti tra banca ed industria.

FRANCESCO BELLOTTI, Presidente del comitato tecnico per il credito riservato alle piccole e medie imprese. Non posso rispondere, non perché non voglia, ma perché mi metto dalla parte del fruitore. Quello che possiamo auspicare è che il nostro sistema bancario, indipendentemente dalla sua composizione, sia in grado di avere una dinamica di gestione da impresa ed una formazione della propria componente con una visione del rischio diversa.

Trasmissione di rischio non intesa a fini di profittabilità di bilancio: mi riferisco, piuttosto, ad una condivisione della cultura del rischio necessaria alle imprese per crescere insieme e fare sviluppo. In questo senso, sotto tale dimensione, la composizione del sistema bancario non è una nostra preoccupazione.

PRESIDENTE. Vorrei porre un'ulteriore domanda per comprendere meglio questa tipologia contrattuale: la controparte bancaria - interpellata dall'imprenditore riguardo alla possibilità di ottenere

---

Pag. 10

---

forme di copertura dal rischio di un incremento dei tassi variabili nel breve periodo - ha sempre a disposizione uno strumento, o talvolta si rivolge essa stessa ad un altro mercato per approvvigionarsi di quello strumento che poi offrirà al proprio cliente?

FRANCESCO BELLOTTI, Presidente del comitato tecnico per il credito riservato alle piccole e medie imprese. Signor presidente, attualmente, il sistema bancario italiano è articolato in grandi gruppi, banche popolari, e credito cooperativo. I grandi gruppi sono stati quelli ad avere maggiormente utilizzato, commercializzato, venduto e ricavato profitto nell'uso di questi strumenti. Credo che l'UBM rappresenti la banca che più ha saputo innovare sotto questo punto di vista. Lo rivelano i dati di bilancio. Le piccole banche, invece, non sono assolutamente in grado di poter erogare quel servizio. Alcune operano come rivenditori. Pertanto, in quell'ambito, sussiste un difetto di professionalità; se mi è permesso usare un termine forte, si hanno venditori di prodotti senza conoscerne esattamente la dimensione e quindi senza essere in grado di trasmettere all'utente finale la rischiosità del prodotto. Questo era il limite che si è esteso anche su piccole banche che hanno rivenduto prodotti senza conoscerli a fondo.

PRESIDENTE. Si può parlare di una commissione tipica?

FRANCESCO BELLOTTI, Presidente del comitato tecnico per il credito riservato alle piccole e medie imprese. Non conosco i termini percentuali delle commissioni, signor presidente. È certo che, analizzando i bilanci delle banche, esaminando l'ammontare venduto e le quote ascritte al ricavo derivante, sia piuttosto semplice desumerne il valore.

MARIO LETTIERI. Sono rimasto profondamente colpito dal suo riferimento ai confidi. Anche i confidi sono interessati alla vendita di questi prodotti?

FRANCESCO BELLOTTI, Presidente del comitato tecnico per il credito riservato alle piccole e medie imprese. No, assolutamente no, sgombriamo il campo da questo equivoco. Mi sono riferito ai confidi unicamente per dire che abbiamo chiesto a costoro - grandi e piccoli - di svolgere un'indagine presso i loro associati, al fine di verificare la dimensione del fenomeno, sebbene, sinora, dai dati raccolti non sembra di poter rilevare quella gravità che la stampa riporta. In termini anche numerici e geografici, mi sembra comunque che sia il Veneto la regione in cui è stata registrata la maggiore concentrazione di questo fenomeno.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Bellotti ed i suoi collaboratori per l'esposizione particolarmente interessante, utile ad avviare la nostra indagine conoscitiva. Anticipiamo il nostro apprezzamento per eventuali documentazioni che ci vogliate trasmettere, ringraziandovi ulteriormente per la disponibilità manifestata.

La seduta termina alle 9,15.

COMMISSIONE VI  
FINANZE  
Resoconto stenografico

INDAGINE CONOSCITIVA

---

Seduta di giovedì 16 dicembre 2004

---

Pag. 2

---

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE GIORGIO LA MALFA  
La seduta comincia alle 8,45.

(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso impianti audiovisivi a circuito chiuso.

(Così rimane stabilito).

Audizione dei rappresentanti della Banca d'Italia.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, l'audizione dei rappresentanti della Banca d'Italia.

Sono presenti - e li ringraziamo per la loro presenza - il dottor Francesco Maria Frasca, direttore centrale della vigilanza creditizia e finanziaria, il dottor Claudio Clemente, capo del servizio di vigilanza sugli enti creditizi, e il dottor Sergio Sorrentino, capo della divisione metodi e procedure di vigilanza del servizio di vigilanza sugli enti creditizi.

Essendo la prima occasione in cui lo ascoltiamo in Parlamento, desidero rivolgere le mie congratulazioni e, credo, di tutti i componenti della Commissione, al dottor Frasca per l'importantissimo incarico che gli è stato conferito. Egli è alla guida della parte sostanziale o, in un certo senso, della parte più consistente dei compiti che la Banca d'Italia ancora svolge, da quando la responsabilità della politica monetaria è stata trasferita alla Banca centrale europea. L'attività di vigilanza, infatti, pur essendo stata sempre un'attività importante, adesso acquista una importanza ancora maggiore.

Prima di ascoltare la relazione introduttiva, intendo sottolineare le ragioni per le quali la Commissione ha deliberato questa indagine conoscitiva e ciò che essa vorrebbe accertare, con l'aiuto dei nostri cortesi interlocutori. L'iniziativa è stata assunta poiché nel corso dell'estate alcuni servizi giornalistici ed inchieste di stampa indicavano che vi era una condizione di seria difficoltà

per molte imprese medie e piccole a causa dell'accumulazione nei loro bilanci di titoli derivati, che avevano condotto a perdite importanti. Contemporaneamente, era giunta notizia di situazioni analoghe per alcuni enti pubblici territoriali, in particolare comuni e province, i cui debiti sarebbero stati accompagnati da strumenti derivati che avevano determinato perdite.

Il nostro interesse, in base al quale abbiamo deliberato questa indagine conoscitiva, in primo luogo è quello di conoscere l'ordine di grandezza del fenomeno della diffusione di questi nuovi strumenti finanziari, in Italia, nel corso di questi ultimi anni. Le varie tipologie sono molto complesse e il Parlamento non ne conosce in dettaglio gli aspetti tecnici. Vi sono strumenti finanziari derivati molto semplici, per così dire, che trasformano i tassi variabili in tassi fissi ed i tassi fissi in tassi variabili oppure tendono a coprire dal rischio di cambio le imprese che importino o esportino in aree diverse dall'euro. Accanto a questi vi sono strumenti molto

---

Pag. 3

---

complicati, che collegano pagamenti o incassi ad indici complessi che hanno a che fare con gli indici borsistici e con il valore delle materie prime. Con il vostro aiuto, vorremmo capire le tipologie principali di questi strumenti e i loro gradi di rischiosità specifica. Inoltre, vorremmo cercare di accertare se e quante siano le situazioni di vera difficoltà o di crisi che si sono determinate progressivamente. In proposito, non so se i responsabili della vigilanza presso la Banca d'Italia possano aiutarci; ricordo che abbiamo già ascoltato i rappresentanti di Confindustria e ascolteremo, in seguito, i rappresentanti di altre organizzazioni. Infine, la conclusione cui arriveremo attraverso questa nostra indagine sarà quella di valutare se vi sia o meno la necessità di interventi legislativi di aggiornamento o modifica, cioè se sia o meno necessaria una certa manutenzione della legislazione esistente.

Illustrate le linee della nostra impostazione, invito il dottor Frasca ad intervenire.

FRANCESCO MARIA FRASCA, Direttore centrale dell'area vigilanza creditizia e finanziaria della Banca d'Italia. Cercherò di rispondere, spero, almeno ad una parte delle questioni che il presidente La Malfa ha posto alla mia e alla vostra attenzione. Nel caso in cui in questa prima fase dell'esposizione non risponda a tutte le questioni, con l'aiuto delle vostre specifiche domande cercherò di completare le parti mancanti.

Innanzitutto, vorrei impostare in termini generali il problema degli strumenti finanziari derivati, perché questo ci consentirà, poi, di comprendere meglio il fenomeno degli strumenti derivati venduti alle imprese. Per illustrare questo problema, senz'altro dobbiamo riconoscere i grandi cambiamenti avvenuti nel sistema finanziario italiano nel corso degli ultimi vent'anni. Ci sono stati forti pressioni competitive, una notevole innovazione tecnologica e processi di deregolamentazione che hanno determinato cambiamenti importantissimi. Inoltre, nel corso di questi ultimi anni i mercati finanziari si sono integrati più degli altri. In Europa, in particolare, con l'introduzione della moneta unica, questo processo di integrazione è stato particolarmente importante. Ricordo questo perché, come cercherò di illustrare successivamente, oggi gli strumenti venduti in un determinato mercato sono venduti in tutti gli altri mercati. In altri termini, ciò che non viene fatto nel nostro paese, viene fatto in altri mercati nazionali e gli operatori possono accedere a questi altri mercati in maniera molto semplice. È un problema derivante dalla globalizzazione della finanza in atto.



L'offerta di strumenti finanziari si è arricchita di una gamma sempre più ampia, proprio per andare incontro alle esigenze degli operatori che sono molteplici e sempre più articolate.

Come voi sapete, i mercati finanziari debbono corrispondere ad una pluralità di funzioni, ma sono essenzialmente due quelle importanti: da una parte, un'efficiente allocazione delle risorse e, dall'altra, una distribuzione intertemporale dei rischi e tra i diversi soggetti. I mercati ben funzionanti sono estremamente importanti perché aiutano la formazione del risparmio e consentono una migliore allocazione dei capitali tra le diverse forme di investimento. Quindi, i mercati finanziari efficienti sono anche un modo di tutelare il risparmio, così come previsto dall'articolo 47 della Costituzione: di conseguenza, uno dei compiti importanti è quello di farli funzionare al meglio.

Un mercato finanziario efficiente si basa su bassi costi di transazione e su una molteplicità di contratti che possono venire incontro alle esigenze degli operatori. Gli strumenti derivati concorrono in misura determinante a migliorare l'efficienza dei mercati e, quindi, su di loro c'è un giudizio positivo proprio per la funzione che sono in grado di svolgere. Infatti, da una parte, si riducono notevolmente i costi di transazione e, dall'altra, i prezzi degli strumenti incorporano rapidamente tutte le informazioni disponibili sul mercato. Inoltre, i derivati consentono anche altre funzioni importanti, come maggiore flessibilità nella gestione delle attività e delle

---

Pag. 4

---

passività finanziarie. Quindi, alcuni operatori sono interessati a questo tipo di attività; crescono gli operatori sul mercato e questa è una delle condizioni perché i mercati diventino più spessi e più liquidi. Infine, i derivati offrono opportunità per la diversificazione dei rischi e, cosa molto importante, concorrono a completare i mercati perché creano una stretta connessione tra mercati a breve e mercati a termine. Il professor La Malfa, lo chiamo così ricordando la sua origine di economista, così come Hicks in *Value and capital*, ricordava l'importanza dei mercati a termine proprio per la funzionalità dei mercati finanziari nel loro complesso.

Parlo della stretta connessione tra mercati a termine e mercati a pronti perché proprio gli operatori a pronti - che operano sui mercati dove le regolazioni avvengono in pochi giorni, cioè il tempo necessario del trasferimento degli strumenti finanziari o del versamento delle somme pattuite - possono cambiare le loro decisioni sulla base delle aspettative di cambiamenti dei prezzi che si hanno negli altri mercati. Sui mercati a termine si può operare per motivi di copertura - e, quindi, per assicurarsi di fronte a variazioni dei prezzi - di arbitraggio o speculativi. Queste due funzioni vanno viste in termini positivi perché gli arbitraggi rendono molto più veloce la convergenza dei prezzi sui diversi mercati, che, per motivi di segmentazione, in una certa fase possono avere anche prezzi abbastanza differenziati. Anche per quanto riguarda la speculazione esiste un elemento positivo perché si dà maggiore liquidità al mercato.

Gli strumenti derivati sono contratti a termine che incorporano promesse di eseguire una prestazione in relazione all'andamento delle variazioni dei corsi dei titoli, oppure dell'andamento di certi indici o delle valute.

Non voglio descrivere le caratteristiche di alcuni contratti a termine - come i future, gli swaps, le option - perché sono questioni abbastanza semplici. Accanto ai tipici strumenti finanziari, ultimamente registriamo uno sviluppo abbastanza ampio di altri tipi di derivati come quelli sui crediti, dove gli operatori possono cedere il rischio di crediti insiti nelle operazioni di finanziamento che hanno ricevuto. I derivati intesi nella loro complessità, tanto finanziari quanto a credito,

possono essere usati per la copertura (quindi, queste forme di assicurazioni) e per trarre vantaggio dalle variazioni dei prezzi (quindi, di tipo più speculativo). Per capire esattamente la portata di un contratto derivato bisogna andare a vedere il contratto nella sua complessità ed il rapporto tra il contratto e l'andamento del sottostante e delle variazioni di indici delle valute alla quale il contratto fa riferimento.

I contratti derivati possono essere scambiati su diversi mercati. I mercati regolamentati sono quelli dove generalmente si scambiano i future o, in alcuni casi, anche le options. In questi mercati sono stabilite le regole per l'accesso, le modalità di operazioni che possono essere svolte, il funzionamento e la struttura. Per esempio, in Italia le regole per questo mercato regolamentato sono stabilite dalla Cassa di compensazione e di garanzia, la cui funzione è quella di garantire lo svolgimento del contratto anche quando esiste l'inadempienza della controparte: quindi, offre una garanzia per tutte le fasi del contratto, anche in quella finale. Per quanto riguarda i mercati over the counter, gli strumenti trattati non sono sempre standardizzati, ma, di fatto, sono transazioni che vengono sulla base di accordi bilaterali. In questo caso esiste il rischio della controparte, ma si distingue da tale rischio tipico nei contratti di credito perché l'ammontare della prestazione dipende proprio dalle condizioni che legano con il sottostante e, quindi, dalle variazioni dei prezzi che possono esserci nel corso del tempo.

Per quanto riguarda la ricerca sulle dimensioni di questo mercato, le informazioni statistiche più aggiornate e, forse, più complete sono quelle fornite dalla Banca dei regolamenti internazionali, che da tempo raccoglie statistiche sui derivati. Come voi sapete, già dai primi anni '90 in quella sede fu posto il problema di prestare

---

Pag. 5

---

particolare attenzione a questo fenomeno crescente per capirne tutte le implicazioni: credo che a partire dal 1994 fu deciso di stabilire in quella sede la raccolta di informazioni sugli strumenti derivati. Il volume delle operazioni espresse attraverso il riferimento al cosiddetto nozionale rappresenta il valore delle attività cui si riferiscono le operazioni. Questo non è il rischio insito nell'attività dei derivati perché il rischio sta proprio nelle caratteristiche del contratto che si lega al sottostante, al nozionale, che rappresenta il punto di riferimento. Esaminando i dati di riferimento - è stata distribuita agli onorevoli commissari una tavola esplicativa in proposito - notiamo che, al giugno 2000, il totale dei contratti - sul mercato over the counter - ammontava a 94 mila miliardi di dollari. In giugno 2004, si è passati, invece, ad un valore pari a 220 mila miliardi di dollari. Ciò è chiaramente esplicativo dell'accresciuta diffusione di questi strumenti in tutto il mondo.

Restringendo lo spettro di osservazione ai paesi del G10, l'ammontare scende a 200 mila miliardi di dollari: se ne desume chiaramente che i contratti di cui discutiamo interessino in larghissima misura, per oltre 90 per cento, i paesi cosiddetti «avanzati». L'ammontare corrisponde al 7,3 per cento del PIL dei paesi richiamati: una quota enorme, in termini percentuali, e particolarmente significativa, atteso che sono proprio questi paesi a concorrere in misura più rilevante alla formazione del PIL mondiale. La componente più dinamica di questi contratti è data dai derivati sui tassi, che da un valore complessivo di 64 mila miliardi di dollari del giugno 2000, passa a 164 mila miliardi di dollari del giugno 2004.

ROBERTO PINZA. A quanto equivale quella somma, intesa in termini percentuali, al 70, all'80 per cento?

FRANCESCO MARIA FRASCA, Direttore centrale dell'area vigilanza creditizia e finanziaria della Banca d'Italia. Per scoprirlo è sufficiente eseguire un semplice calcolo. Gli altri ammontare, invece, sono assai più modesti. Rispetto ai cambi, il valore totale di riferimento è pari a 26 mila miliardi, mentre per i derivati su azioni, l'ammontare è di entità notevolmente inferiore, e corrisponde a 4 mila miliardi. Stiamo parlando del nozionale, e ad esso facciamo riferimento, non del rischio insito in questi contratti. Esaminando i contratti derivati in senso stretto, è possibile osservare che l'ammontare - in giugno 2004 - è pari a 6.400 miliardi, valore rappresentativo del rischio «potenziale». Riassumendo, mentre il nozionale complessivo ammonta a 220 mila miliardi di dollari - 200 mila se consideriamo soltanto i paesi del G10 -, il rischio potenziale complessivo, in caso di inadempienza di tutte le controparti, si attesta ad un valore pari a 6.400 miliardi di dollari. Questo è quanto risulta dai dati a cui stiamo facendo riferimento.

PRESIDENTE. Forse potrebbe aiutarci, spiegandoci meglio cosa si intende per «nozionale» e cosa per rischio.

FRANCESCO MARIA FRASCA, Direttore centrale dell'area vigilanza creditizia e finanziaria della Banca d'Italia. Il nozionale rappresenta il valore nominale delle attività a cui si fa riferimento. Si consideri, ad esempio, il derivato di credito: l'ammontare di tutti i crediti rappresenterà il valore nozionale. Quanto al derivato in senso stretto, esso è collegato al nozionale. In altri termini, per chiarezza: ci si può coprire per il 20 per cento, oppure ci si può coprire in funzione di una certa variazione di un prezzo. Rispetto al nozionale, che poniamo, per comodità, pari a cento, sarà possibile verificare quanto andrà ad incidere la copertura. Ad esempio, potrà incidere per il 5 per cento: quel valore percentuale rappresenterà il rischio che affrontano le parti. Tornando ai 6.400 miliardi, quella cifra rappresenta, lo ripeto, l'ammontare mondiale, in dollari, del rischio potenziale rispetto alle attività cui si è fatto riferimento, qualora tutte le controparti non adempiano al loro contratto. Veniamo, quindi, al caso italiano per verificare a quanto ammonti il valore dei derivati rispetto al nozionale.

---

Pag. 6

---

ROBERTO PINZA. Si tratta di circa un 3 per cento rispetto al nozionale...

FRANCESCO MARIA FRASCA, Direttore centrale dell'area vigilanza creditizia e finanziaria della Banca d'Italia. Sì, mi pare che sia questo l'ammontare in termini percentuali. Lei, onorevole Pinza, ha già rapidamente svolto i calcoli, e ha potuto così verificare che il valore complessivo si attesta

intorno al 3 per cento. Vorrei peraltro evidenziare che caratteristica importante di questo mercato è di essere essenzialmente un mercato «interbancario», a cui, però, anche le imprese possono accedere. Secondo uno studio condotto dall'ISDA - l'associazione che raccoglie tutti gli operatori sui derivati - che ha esaminato le prime 500 imprese nel mondo, il 90 per cento dei soggetti di riferimento utilizza derivati. Quindi, sebbene si tratti essenzialmente di un mercato interbancario, in esso rientrano anche le imprese. Quasi tutti i grandi soggetti imprenditoriali operano, infatti, su tale mercato.

Dopo avere illustrato per quanto possibile la dimensione del mercato in generale, esaminiamo più specificamente il mercato dei derivati in Italia. Anche in questo caso, esaminando (mi riferisco alla tavola 4), l'operatività in strumenti derivati delle banche italiane, si osserva che il nozionale ha raggiunto il suo valore massimo nel marzo 2004, per un ammontare pari a 7.258 miliardi di euro, valore che si è ridotto nel corso dei mesi successivi, scendendo a 6.400 miliardi di euro. Quanto al rischio, relativamente ai contratti derivati in essere al settembre 2004, l'ammontare è pari a 86 miliardi di euro. Questa cifra rappresenta il rischio delle controparti. Anche in questo caso, il picco si è registrato nel marzo 2004, per oltre 100 miliardi, e che è sceso poi ad 86 miliardi.

Caratteristica del mercato italiano è che il 69 per cento dei derivati viene scambiato sui mercati internazionali, mentre il 31 per cento con controparti residenti. Ciò significa che le banche, di fatto, trasferiscono il rischio dai residenti ad operatori internazionali. Inoltre, si tratta di un mercato estremamente concentrato. I primi tre operatori, di fatto, coprono il 70 per cento del mercato, sebbene tale caratteristica non sia solo italiana, ma mondiale. Da uno studio svolto questo anno dal Controller of the Currency, una delle autorità di controllo degli Stati Uniti, risulta che i primi sette operatori negli Stati Uniti coprono il 90 per cento del mercato. Le motivazioni di queste concentrazioni sono dovute alle specializzazioni. È infatti un mercato per il quale occorre possedere delle specializzazioni di tipo particolare. Quanto alle ulteriori e specifiche caratteristiche del mercato italiano dei derivati finanziari, si osserva che le nostre banche svolgono essenzialmente un'attività di gestione, innanzitutto, cercando di ridurre i rischi impliciti dei propri bilanci, e poi svolgendo essenzialmente un'attività di intermediazione sui mercati (fanno prezzi sui mercati, prendono posizioni, proprio come accade in tutte le attività di negoziazione).

Questi strumenti trattati sui mercati si stanno articolando - come ricordavo all'inizio - proprio in modo da andare incontro alle esigenze dei vari operatori. Anche questa è una caratteristica che troviamo negli altri mercati dei derivati; uno studio recente della Bank of England ha analizzato proprio questa crescente complessità degli strumenti finanziari. Voglio precisare quanto affermato in precedenza: data l'integrazione dei mercati, se gli operatori residenti necessitano di strumenti con determinate caratteristiche che non si trovano sul nostro mercato, ovviamente, si rivolgono ad operatori esteri, proprio perché è possibile, ormai, operare su più mercati.

La seconda parte della mia esposizione riguarderà l'attività dei derivati nei confronti delle imprese. Fin qui, ho cercato di illustrare il mercato dei derivati nella sua interezza. Nei rapporti con le imprese l'operatività degli intermediari consiste, per lo più, nella vendita di prodotti per la gestione dei rischi finanziari cui esse sono esposte: essenzialmente, si tratta dei rischi di interesse e dei rischi di cambio. Vorrei

vuole stabilizzare i propri flussi di reddito che servono al pagamento dell'esposizione può trasformare questo finanziamento indicizzato in un finanziamento a tasso fisso. Quindi, da una parte, si impegna a pagare a tasso fisso verso la controparte con la quale ha stabilito un rapporto contrattuale di tipo derivato e, dall'altra parte, riceve da questa controparte un flusso indicizzato che le serve a coprire il suo originario finanziamento. È quasi una forma di assicurazione, definita, in termini tecnici, copertura. Successivamente esamineremo le decisioni in base alle quali le imprese effettuano queste trasformazioni. Comunque, questa è l'essenza tipica del contratto.

Ovviamente, nelle decisioni delle imprese influisce in misura considerevole la loro struttura finanziaria. Quest'ultima non è una caratteristica secondaria perché il prodotto finanziario derivato cerca di andare incontro a certe caratteristiche di finanziamento delle imprese italiane. Mi scuso per questa breve digressione sulla struttura finanziaria ma è necessaria per capire per quale ragione anche imprese di minori dimensioni - di dimensioni minori ma non piccolissime - hanno fatto ricorso ai derivati. È importante partire, perciò, dalla struttura finanziaria delle imprese italiane. Se effettuiamo un confronto internazionale, le imprese italiane, in media, non sono maggiormente indebitate rispetto alle imprese straniere. Naturalmente, c'è sempre una variabilità intorno alla media. Sono le caratteristiche dell'indebitamento che differenzia le imprese italiane rispetto alle imprese straniere. Se esaminiamo il rapporto tra i debiti finanziari delle imprese italiane e il prodotto interno lordo e lo confrontiamo con lo stesso rapporto degli altri paesi, notiamo che questo rapporto, nel 1998, aveva raggiunto un minimo e, nel 1999, è tornato a crescere. Nel 2004, il rapporto tra indebitamento e PIL raggiunge il 62 per cento. Se lo confrontiamo con quello relativo ad altri principali paesi, europei ed extraeuropei, notiamo che in Germania è intorno al 66 per cento, negli Stati Uniti al 68 per cento e nel Regno Unito, addirittura, è superiore al 100 per cento. Questa è la situazione. Se esaminiamo il grado di leverage, cioè il rapporto tra debiti finanziari e la somma di debiti finanziari e patrimonio, anche in questo caso osserviamo una riduzione sino alla fine degli anni '90, dovuta a più bassi oneri finanziari e ad un maggiore autofinanziamento delle imprese. A partire dall'inizio del 2000, osserviamo che questo grado di leverage torna crescere, proprio perché la bassa congiuntura ha cominciato a pesare sulle imprese. Anche in questo caso effettuiamo i confronti internazionali e osserviamo che la situazione dell'Italia, di fatto, è nella media rispetto ad altri paesi. Il rapporto di leverage, infatti, è pari al 44 per cento in Italia, al 47 per cento in Germania, al 44 per cento in Gran Bretagna e troviamo valori più bassi per Spagna e Stati Uniti. Esaminando le caratteristiche del debito delle imprese italiane, dobbiamo fermarci al 2002, perché è l'ultimo anno per il quale disponiamo di dati completi forniti dalla centrale dei bilanci. Ci accorgiamo che l'indebitamento è molto più rilevante per le imprese di minori dimensioni. Non solo: l'indebitamento bancario diventa molto più rilevante e lo diventa, altresì, l'indebitamento a breve rispetto all'indebitamento a medio e lungo termine. Se effettuiamo confronti di tipo dimensionale, notiamo che i debiti bancari in rapporto ai debiti finanziari, alla fine del 2002, per le imprese oltre i 500 addetti è pari al 49 per cento mentre per le imprese al di sotto dei 14 addetti è pari al 75 per cento. Se osserviamo i debiti bancari a breve rispetto ai debiti bancari nel loro complesso il rapporto è pari al 53 per cento per le imprese di maggiori dimensioni e superiore al 68 per cento per le imprese di minori dimensioni. Quindi, caratterizza le strutture finanziarie delle imprese italiane un maggiore ricorso all'indebitamento bancario il quale, inoltre,

è inversamente proporzionale alle dimensioni delle imprese. Questa è la caratteristica da cui si parte.

ROBERTO PINZA. C'è il problema dell'accesso ai capitali.

FRANCESCO MARIA FRASCA, Direttore centrale dell'area vigilanza creditizia e finanziaria della Banca d'Italia. Ci sono tanti motivi, onorevole Pinza, che andrebbero meglio spiegati in un'apposita audizione.

Ho quindi spiegato il motivo per cui le imprese hanno utilizzato i derivati, per coprirsi da certi rischi ai quali andavano incontro, oltre alla necessità per le imprese più grandi di ricorrere ai derivati per la gestione dinamica delle loro attività e passività finanziarie. Una grande impresa ha un'attività finanziaria intensa.

Voi sapete perfettamente che ci sono grandi imprese mondiali che accanto alla loro attività produttiva ed imprenditoriale in senso stretto hanno poi un'importantissima attività finanziaria. Un esempio per tutti è la General Electric, uno dei principali operatori finanziari del mondo, ma ci sono la FIAT e la Volkswagen, imprese per le quali l'intensa attività finanziaria serve a sostenere l'attività produttiva.

Qual è stata la domanda di derivati da parte delle imprese italiane? Ho illustrato la struttura finanziaria delle imprese. C'è un problema di tipo congiunturale, legato ad un periodo pluriennale con tassi d'interesse molto bassi e gli operatori si sono indebitati molto con bassi tassi di interesse. Le indicazioni che gli operatori avevano era per un aumento dei tassi e c'era il problema di una crescita di questi tassi. Se guardiamo alla situazione mondiale e poi a quella italiana, abbiamo delle indicazioni molto importanti. Nel 2003 si stava profilando una accelerazione importante dell'economia americana. Se voi ricordate, c'erano comunicati della Federal Reserve che davano indicazioni di probabili aumenti dei tassi d'interesse. Nel giugno 2004 c'è stato un aumento dello 0,25 per cento e nelle riunioni successive c'è stato un aumento ulteriore pari allo 0,75.

Sulla scia di quelle che erano le indicazioni per gli Stati Uniti, anche in Europa si profilava un aumento dei tassi, un miglioramento della situazione economica e una crescita dell'economia in Europa.

Se guardiamo per l'Europa nella tabella la figura 3, vengono indicate le prospettive di crescita. Ci sono tre curve: la seconda è importante, perché ci fa capire come agli inizi del 2000 c'era un aumento dei futures sugli eurodepositi a tre mesi, dal 2001 al 2004, con una crescita di mezzo punto percentuale. Se vediamo la stessa cosa per gli swap, abbiamo lo stesso un trend di crescita.

Una curva del 2002 ci dice che c'era una previsione di aumento dei tassi di interesse per il 2004, con una differenza di un punto rispetto al tasso corrente. Valori analoghi valgono anche per gli swap.

I futures sono importanti perché incorporano tutte le informazioni. C'era una aspettativa di aumento dei tassi di interesse. Contrariamente a queste aspettative, nel 2003 non si registra in Europa una crescita economica come prevista, né tanto meno un aumento dei tassi, anzi, i tassi di interesse decrescono rispetto alle previsioni. La decisione delle imprese, negli anni dal 2001 al 2003, di coprirsi, visto che erano indebitate essenzialmente a breve termine o comunque erano indebitate in maniera indicizzata sul breve termine, era razionale e correttamente cercavano di coprirsi da questa eventualità. Perché era una scelta razionale? Perché il costo di pagare il premio di questa forma di assicurazione, più il costo dei tassi era comunque inferiore a quello che avrebbero pagato se si fossero in quel momento indebitate direttamente a tasso fisso, nel medio-lungo periodo. Questa è stata la scelta che hanno fatto gli imprenditori.

Vorrei anche rispondere ad un'altra delle questioni che ha posto il presidente. Abbiamo illustrato il riferimento a tassi abbastanza semplici. Queste strutture di derivate si vanno complicando. Le complicazioni sorgono per le condizioni che vengono poste al contratto iniziale. Questo

è stato un altro degli elementi e delle caratteristiche dei derivati. Siccome i tassi di interesse in quel momento erano storicamente i più bassi mai realizzati, le imprese e le banche si sono accordati per coprirsi non sul ribasso ulteriore del tasso di interesse, che veniva ritenuto improbabile, ma semplicemente per un aumento dei tassi d'interesse.

Ponendo una serie di floor al contratto derivato iniziale, non hanno coperto la parte relativa un eventuale ribasso dei tassi. Riducendo la copertura, si riduce il costo ma ci si espone ad un rischio che veniva ritenuto improbabile, mentre in realtà quel rischio si è realizzato.

Per cui la scelta delle imprese era razionale, con una valutazione probabile di un ribasso dei tassi, che si è poi verificato e molte imprese si sono trovate esposte sia per il pagamento del premio per la prima assicurazione sia perché hanno poi dovuto far fronte al ribasso dei tassi.

Sulla base di questa evoluzione, banche ed imprese hanno proceduto in moltissimi casi a rinegoziare i contratti, per tener conto degli scenari diversi. Abbiamo una rilevazione su un numero limitato di banche dalla quale emerge che circa il 20 per cento dei contratti sono stati rinegoziati o stanno per essere rinegoziati. Altre imprese possono aver deciso la chiusura del contratto e, quindi, di prendersi immediatamente carico della perdita che questo atto comportava.

La caratteristica dell'offerta di derivati da parte delle banche rappresenta l'argomento più caro all'istituto che, in questo momento, io rappresento. Si tratta dei rischi che anche gli operatori, gli intermediari affrontano nella vendita di questi strumenti. Gli strumenti derivati, negoziati con le imprese italiane - quindi una parte del totale dei derivati -, rappresentavano nel 2000 il 2 per cento di tutti i derivati, mentre al settembre 2004 rappresentano il 3,5 per cento. La gran parte di questi derivati è riferita ai tassi di interesse e solamente un 15 per cento al tasso di cambio; infatti, nello stesso periodo, vi era un'ipotesi di apprezzamento del dollaro rispetto all'euro. Le informazioni di vigilanza ci dicono, ovviamente, quali sono le esposizioni delle banche, il rischio che queste ultime assumono per operare in derivati. Dai dati che ci sono stati comunicati, dalle segnalazioni di vigilanza, possiamo notare che il rischio complessivo assunto dalle banche è pari a 5 miliardi di euro. Non possiamo sapere - poiché le informazioni che abbiamo non operano questo tipo di distinzione - quanta parte di questa somma è a copertura e quanta parte è di tipo speculativo. Complessivamente questo rischio rappresenta l'1 per cento di quello relativo a tutte le attività ponderate; ossia le banche debbono avere delle coperture per le attività rischiose e il rischio per derivati rappresenta - lo ripeto - unicamente l'1 per cento per le banche. Riferendomi a ciò che in precedenza aveva detto l'onorevole Pinza, il rapporto tra questo rischio e il nozionale è oggi sceso al 2,2 per cento, mentre la media europea si aggira attorno ad una percentuale del 3,4 per cento. Questo è il quadro complessivo della situazione, quali sono stati gli interventi che dall'inizio degli anni novanta sono stati promossi dagli organismi internazionali? All'inizio si è cercato di conoscere il fenomeno e sono state elaborate le informazioni statistiche che debbono essere fornite alla BRI da parte degli intermediari - essenzialmente banche - per costruire le statistiche complessive sui derivati. Come sapete, a livello di comitato di Basilea, sono state prese contemporaneamente decisioni a fronte dei rischi finanziari assunti dalle banche, all'interno dei quali sono compresi anche i rischi per derivati con la previsione delle relative coperture. Secondo gli indirizzi provenienti dagli organismi internazionali - in particolare dal comitato di Basilea - le banche debbono avere un'organizzazione capace di valutare e gestire i rischi, vi deve essere un forte coinvolgimento dei vertici aziendali e debbono essere altresì previste procedure di controllo interno. Il nuovo accordo di Basilea rafforza questi indirizzi di tipo generale a livello italiano.

In questa sede non vi parlerò del problema relativo alla trasparenza e alla correttezza operativa poiché al riguardo riferirò la CONSOB. Sui giornali vi sono già anticipazioni sull'argomento: si tratta di vendere prodotti finanziari, quindi bisogna seguire tutte le disposizioni previste dal testo unico della finanza. Come voi sapete alla Banca d'Italia è affidata la sana e prudente gestione degli intermediari (articolo 5 del TUB), la competitività e la stabilità del sistema finanziario. Dal 1993 la Banca d'Italia raccoglie informazioni sull'attività in derivati e il quadro regolamentare si basa su un livello di patrimonio adeguato a far fronte ai rischi. In secondo luogo, da parte delle banche è richiesta una particolare organizzazione per valutare questi rischi. Questo indirizzo è importante perché è anche alla base della delibera del CICR del marzo scorso. Attraverso tale delibera è stato dato mandato alla Banca d'Italia di regolamentare l'attività delle banche, allorché queste ultime vadano ad operare in settori fortemente innovativi, nell'ambito dei quali vi possono essere più rischi. La Banca d'Italia ha iniziato l'attività riguardante i derivati su credito - una delle novità nel campo dei derivati - ed è in corso la predisposizione di una consultazione per una prima bozza di regolamentazione presso il sistema bancario. Infatti, deve essere sentito anche il sistema bancario per quanto riguarda i presidi organizzativi che le banche debbono possedere per operare. Secondo l'indirizzo l'attività deve essere presidiata da soggetti specializzati e muniti di alta professionalità. Credo che le conclusioni di questa mia relazione si possano trarre in maniera abbastanza semplice da ciò che finora ho detto. I derivati sono strumenti che servono a migliorare i mercati finanziari poiché consentono una migliore gestione dei rischi. Inoltre, per quanto riguarda le imprese, essi consentono di regolare meglio i flussi di entrata e di uscita; in ogni caso, per poter far questo occorre, ovviamente, un'organizzazione tale da tenere sotto controllo la situazione e valutare i rischi a cui le imprese stesse vanno incontro.

C'è anche da dire che, oggi, le informazioni sui mercati finanziari, sull'andamento dell'economia, sono alla portata di tutti: ogni giorno, abbiamo informazioni su come si stanno muovendo le attività finanziarie. Quindi, banche e imprese, sulla base di queste informazioni, sulla base delle indicazioni di politica economica, si muovono per fare le loro scelte.

Ovviamente, in questa attività, è forte l'aspetto previsivo, che riguarda tanto le banche quanto le imprese: le prime devono fare una previsione sull'andamento dell'attività d'impresa nel futuro per dare affidamento, le seconde, per poter assumere dei rischi, devono fare delle previsioni sulla loro capacità di generare reddito e, quindi, di potere, in qualunque momento, far fronte agli impegni presi.

Questa è una caratteristica del mondo in cui viviamo, in cui l'incertezza è uno degli elementi fondamentali. Ovviamente, più ci si specializza, più, su quelle informazioni, che sono alla portata di tutti gli operatori, si possono fare analisi più corrette: questo è il risultato della specializzazione e della professionalità.

Da ultimo, vorrei aggiungere che la finanza è importante per la crescita delle imprese perché consente di gestire al meglio le risorse finanziarie, dando un forte contributo all'accumulazione ma, come è già emerso da quanto detto, è molto importante anche l'andamento dell'economia, poiché è l'elemento che consente alle imprese di avere flussi reddituali tali da fare fronte agli impegni.

Per la crescita delle imprese stesse, poi, ci sono altri fattori di grandissima importanza come le spese in ricerca, la valorizzazione delle risorse umane, tecniche e finanziarie.



PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Frasca per la sua esposizione. Posto che i lavori in Assemblea riprenderanno alle ore 10,20, propongo di concludere il dibattito oggi, pregando il dottor Frasca, laddove non riuscisse, per mancanza di tempo, a

---

Pag. 11

---

rispondere ad ulteriori domande, di fare ciò nel corso di un nuovo incontro al quale saremo tutti lieti di partecipare.

Passiamo ora alle domande da parte dei colleghi.

MARIO LETTIERI. Innanzitutto, rivolgo i migliori auguri al dottor Frasca per l'alto incarico cui è stato chiamato, ben sapendo che l'attività di vigilanza della Banca d'Italia è una funzione importantissima e assai delicata di cui ritengo vi sia un assoluto bisogno. Anche nel corso del dibattito parlamentare, in occasione del question time con il ministro Siniscalco, c'è stata, su questo argomento, una convergenza del ministro sulle posizioni da me espresse circa la necessità di una vigilanza in via ordinaria piuttosto che in via di indagine.

Infatti, in risposta alla volontà dichiarata dal Governatore della Banca d'Italia di condurre un'indagine sulle banche per quanto riguardava l'anatocismo, io contestai questa scelta, affermando che Banca d'Italia avrebbe dovuto svolgere tale attività di vigilanza in via ordinaria e non in via eccezionale con un'indagine (ho anche fatto riferimento al caso specifico dell'Antitrust che, invece, ha tutta la necessità di condurre un'indagine specifica su questo).

Ringrazio il dottor Frasca per le informazioni che ci ha fornito su un argomento così complesso. Mi è sembrato di cogliere un dato in particolare, cioè, che un ruolo importante dovrebbe essere quello svolto dalla Cassa di compensazione a garanzia del rispetto dei contratti e via dicendo.

Le professionalità impegnate in questo settore, nelle varie banche, sono tali da dare all'utente, all'impresa che ricorre all'acquisto di questi prodotti finanziari, il massimo di informazione e tutti quegli elementi che possono ridurre il grado di rischio?

GIORGIO BENVENUTO. Ringrazio il dottor Frasca per la sua esposizione e gli rivolgo i migliori auguri di buon lavoro. Il mio approccio al problema risente di un senso di inadeguatezza, che intravedo nel nostro paese, di fronte alla grande evoluzione legata al reperimento di risorse e alla gestione del risparmio.

Non sono in polemica con l'operato del Banca d'Italia ma, a fronte al mondo globalizzato in cui viviamo oggi, in cui avvengono fenomeni così straordinari di cambiamento - così come del resto è stato ricordato dai dati molto significativi che ci avete presentato - provo un senso di grande fragilità del nostro sistema e intravedo il rischio che regole consolidate di trasparenza e di intervento non riescano a dare quelle risposte che tutelano l'utilizzo del risparmio, evitando incursioni e pericoli simili a quelli già visti.

Rimango sempre molto colpito da vicende come quella relativa alla collocazione dei bond argentini o relativa alla Cirio, alla Parmalat, alla My Way.

Rimango colpito dall'approccio del nostro sistema bancario che ritengo particolarmente punitivo nei confronti del risparmio e delle imprese. A fronte di questa preoccupazione, so quanto sia difficile il compito che ci aspetta perché sono necessarie nuove normative e strumenti di intervento.

Ho avuto occasione di seguire il problema dei derivati, sia in Italia, sia al di fuori del paese per quanto riguarda il sistema delle autonomie locali. Ho apprezzato le differenze che esistono a questo riguardo e l'esistenza di alcuni settori che intervengono con cautela (faccio riferimento alla Dexia Crediop). Guardo, poi, ad altri settori in cui i derivati - sempre nel nostro paese - sono stati collocati al prezzo di rischi che non possono non suscitare preoccupazione.

Detto questo, parliamo ora del problema dei derivati nel settore dell'industria. Giustamente - sono molto grato per i dati che ci avete fornito - lei ha ricordato che vi è una realtà particolare nel nostro paese, data dal sistema delle piccole e medie aziende.

I più interessati al fenomeno dei derivati - così dalle statistiche -, anche per quanto riguarda l'esposizione bancaria, sono gli appartenenti al sistema delle piccole e medie aziende che però, non sempre, hanno la dovuta preparazione: sono

---

Pag. 12

---

spesso soggetti «deboli», in una posizione che a volte è di non equilibrio nei confronti del sistema bancario.

Sulla questione dei derivati - sono rimasto molto deluso dall'esposizione della Confindustria in questa sede - ho letto e ho sentito dal mondo delle piccole e medie aziende allarmi particolari su quello che potrebbe avvenire, con particolare localizzazione in alcune parti d'Italia, cioè nel Veneto e nella Lombardia. In un inserto di economia del Corriere della sera e in diverse esposizioni anche di associazioni imprenditoriali locali nella stampa specializzata (il Sole 24 ore e Milano finanza) si è detto che tale fenomeno presenta molti elementi di rischio per due questioni. Infatti, i derivati sono stati legati a delle valutazioni che non avevano alcun fondamento e quella percentuale di rischio di cui la Banca d'Italia è al corrente, mentre c'era una grande scommessa sui tassi di interesse. Inoltre, vorrei avere qualche dato ulteriore sui tassi di cambio particolarmente legato al dollaro perché in quel caso sono state fatte delle intese che non sono in grado di essere onorate. Quindi, vorremmo sapere qualcosa di più perché c'è una grande reticenza - non sappiamo se la Banca d'Italia lo sappia - sull'aspetto della rinegoziazione in corso, se questa avviene o se, invece, ci siano delle direttive o qualche vuoto che richiede un monitoraggio.

Le dichiarazioni o le esposizioni dei dati e il fatto che uno dei soggetti sono le piccole e medie aziende che rischiano addirittura di chiudere, confermano che esiste un problema di esposizione delle banche ma anche una questione che riguarda direttamente l'attività di una parte del tessuto industriale.

Ho sentito che la Banca d'Italia non ha un monitoraggio preciso di quello che avviene ma, da quello che ho capito, ha fatto una sorta di indagine. È possibile che questo monitoraggio sia più preciso ed ampio? Nell'anno d'oro della collocazione dei derivati alcune grandi banche avevano dei profitti e dei rendimenti altissimi, che poi si sono dimezzati o ridotti di un terzo negli anni successivi. Evidentemente, qualcosa non funziona o queste rinegoziazioni prevedono dei costi. Allora, è possibile avere un'indicazione geografica, oltre che per dimensione di imprese, di quello che sta avvenendo? Tale fenomeno è concentrato in alcune parti d'Italia o riguarda il sistema italiano? In secondo luogo, è possibile sapere se - con la percentuale più generale che dice che lo strumento preferito sono i derivati collegati ai tassi di interesse -, invece, in alcune realtà del nostro paese, in

particolare nel Veneto, è stata fatta un'operazione dei derivati legata al dollaro? Infine, nel nostro paese - che ha le caratteristiche di un'intermediazione molto spregiudicata e si ricercano gli utili senza analizzare la situazione, penso come sono stati collocati i bond argentini o come sono determinati i contratti, per cui si premiano i titoli che hanno maggiori rischi - si può immaginare qualcosa per rendere questo strumento, di cui riconosco l'importanza, meno confuso e contraddittorio, nonché meno aperto ad incursioni, così come temo avvenga in questo momento?

FRANCESCO MARIA FRASCA, Direttore centrale dell'area vigilanza creditizia e finanziaria della Banca d'Italia. Per quanto riguarda la domanda dell'onorevole Lettieri sul ruolo della Cassa di compensazione e garanzia, forse non sono stato preciso all'inizio. Questo ruolo viene svolto solamente per il mercato regolamentato; invece, per quanto riguarda le attività dei derivati la maggior parte è nei mercati non regolamentati, chiamati tecnicamente over the counter. In questi mercati non ci sono delle regole precise o accordi tra le parti e, quindi, occorre la professionalità degli operatori per dare questo tipo di garanzie.

Posso dirle che la professionalità degli operatori è crescente. Noi abbiamo la possibilità di incontrare sistematicamente i responsabili delle banche su tutta una serie attività, specialmente le principali, che poi sono quelle che operano in derivati. Adesso incontriamo con una certa frequenza le banche per il problema dell'introduzione di Basilea 2, quindi sulla questione che riguarda l'utilizzo di rating

---

Pag. 13

---

interni, di valutazione della rischiosità e di gestione dei rischi. La nostra verifica conferma che esiste un'elevata professionalità e questa stessa verifica è stata fatta anche dal Fondo monetario internazionale, quando l'anno scorso ha incontrato noi ed anche alcune banche: la sua risposta è stata di un'elevata professionalità. Quindi, nelle principali banche tali professionalità esistono e ciò può essere garanzia di saper operare agli stessi livelli di altri operatori internazionali, anche se non posso entrare nello specifico di singoli casi.

Le domande poste dall'onorevole Benvenuto sono più complesse perché riguardano l'informazione statistica, cioè avere più informazioni sulle caratteristiche e sulla localizzazione geografica dei derivati. Posso dirle che, per quanto riguarda la Centrale dei rischi, dal 1o gennaio del prossimo anno la Banca d'Italia ha chiesto di avere una serie di informazioni sulle esposizioni delle banche - i derivati non sono che una forma di credito concessa alle imprese - e questo ci consentirà di avere informazioni molto più disaggregate rispetto a quelle che attualmente sono disponibili. Per quanto riguarda altre informazioni di tipo disaggregato e regionale, al momento non siamo in grado di analizzare la concentrazione, ma, di fatto, dove c'è una maggiore concentrazione industriale, è probabile che ci sia anche una maggiore concentrazione di derivati nei confronti delle imprese. Nelle fasce del nord-est, dell'Emilia e della Lombardia la concentrazione industriale è elevatissima e, quindi, immagino che siano anche i luoghi dove sono stati venduti o stipulati più contratti: penso che questa risposta sia coerente.

Abbiamo cercato anche di individuare, in base alle indagini svolte, quante possano essere le imprese interessate, atteso che molte di esse potrebbero avere già chiuso i contratti. Ad oggi, sempre secondo le rilevazioni effettuate su alcune banche - dunque non censuarie -, risulta che le imprese coinvolte siano nell'ordine di trentamila. Si faceva precedentemente riferimento ai casi specifici:

rispondo che desta sempre preoccupazione trattare casi specifici eventualmente segnalati alla stregua di ipotesi comunque statisticamente significative. Infatti, benché il loro numero non sia irrisorio, stiamo sempre parlando di alcune decine, centinaia di soggetti - che, ad esempio, hanno inviato esposti -, rispetto ai quali è, allo stato, difficile sapere se presentassero già in precedenza una situazione reddituale difficile, e quindi una qualunque perdita potesse incidere in modo definitivo. Per concludere sul punto, onorevole, vorrei comunque evidenziare che - quando si tratta di casi specifici - occorre in ogni caso esaminare tutte le caratteristiche che li contraddistinguono.

Vengo, quindi, ad un altro aspetto cui è stato fatto riferimento, a proposito del fatto che ci sia stata, da parte della banca, una ricerca del profitto nel vendere i prodotti derivati. In proposito, le risposte possono essere diverse. Certamente, dobbiamo verificare - ed è quello che si sta facendo - se anche in questo caso vi siano state operazioni rispondenti o meno alle prescrizioni previste a cui facevo precedentemente riferimento. Ovviamente, viene offerto un servizio e il servizio deve avere un suo prezzo. Quanto alle strategie per ridimensionarne il costo, noi spingiamo da sempre - è uno dei nostri impegni - per la maggiore concorrenza nel sistema, costituendo garanzia prima per poter ridurre le sacche di rendita. La crescita della concorrenza, non solo nelle aree tradizionali del credito e della raccolta, ma anche in tutti servizi connessi, è uno degli impegni prioritari da portare a termine. Inoltre, saprete bene, seguendo l'attività della Banca d'Italia, quale sia l'impegno assunto nel creare maggior rapporto tra banche ed imprese, indipendentemente da ciò che prevede Basilea 2 (circa la necessità di assicurare maggiore integrazione e crescente scambio di informazioni tra banche ed imprese al fine di beneficiare appieno di tutte le opportunità offerte dal nuovo accordo sul capitale). Questa, infatti, costituisce una indicazione che la Banca d'Italia ha da tempo fornito, atteso che i rischi reputazionali derivanti da attività non correttamente svolte sono troppo elevati. Attualmente, le banche,

-----  
Pag. 14  
-----

stanno rivolgendo una grandissima attenzione a questo profilo. Non voglio in questa sede fare riferimento ai patti chiari e ad altre iniziative autonomamente assunte, né a quelle intraprese dalle banche insieme alle associazioni di categoria dei consumatori; semplicemente, mi limito ad evidenziare come tali misure siano in ogni caso indicative dello sforzo anche autonomo delle banche - al di là dei comportamenti comunque indotti dall'autorità di vigilanza - di ricercare modalità di relazione con le imprese, con la clientela e quindi anche con le famiglie, che siano idonee a ridurre l'insorgenza di eventuali situazioni conflittuali.

PRESIDENTE. Ricordo ai colleghi di contenere i loro interventi entro termini ragionevoli, dati i tempi ristretti a nostra disposizione.

ROBERTO PINZA. Ringrazio il dottor Frasca in primo luogo per i dati fornitici che - nella migliore tradizione della Banca d'Italia - sono veramente utili. Vorrei soffermarmi sui valori indicati alla tavola 5, relativa agli indicatori «indebitamento delle imprese» e «composizione dei debiti» (sull'ultimo aspetto dei quali la prego sin da adesso di tornare nuovamente presso questa Commissione, per riferirci gli aspetti più significativi al riguardo): con riferimento alla prima voce, lei non ci ha fornito alcun dato relativo al 2003 e al 2004 (le rilevazioni si arrestano, infatti, al

2002). Le saremmo perciò grati se potesse riferirci in questa sede, oppure - ove non fosse possibile - trasmetterci in via successiva - i dati al riguardo. Ciò che infatti mi preoccupa e mi interessa - al di là della composizione dei debiti, su cui potremo successivamente tornare, valutando il motivo per cui, nelle differenti classi, si arrivi ad un tasso di indebitamento a breve di un tipo o dall'altro - è soffermarmi sulla crescita piuttosto robusta del rapporto fra debiti finanziari e valore aggiunto.

FRANCESCO MARIA FRASCA, Direttore centrale dell'area vigilanza creditizia e finanziaria della Banca d'Italia. Onorevole, non sono stati riportati dati, relativamente al 2004, per ovvi motivi. Quanto alle restanti rilevazioni, noi abbiamo utilizzato la centrale dei bilanci poiché è quella che ci fornisce, ad oggi, un quadro complessivo del sistema. Ancora, però, la centrale non ha prodotto i dati relativi al 2003: appena saranno disponibili e se per caso dovessero essere prodotti in costanza di questa indagine conoscitiva, sarà mia cura farveli pervenire tempestivamente. Al momento, però, non ne disponiamo.

ROBERTO PINZA. Le saremmo in ogni caso grati se ce li facesse pervenire al più presto possibile: siamo alla fine del 2004, i bilanci 2003 sono stati presentati quasi tutti ad aprile scorso, e quindi dovrebbe essere il momento per averne visione.

FRANCESCO MARIA FRASCA, Direttore centrale dell'area vigilanza creditizia e finanziaria della Banca d'Italia. Per i gruppi, però, occorre attendere giugno o settembre. Non è pertanto così semplice disporre immediatamente di quelle informazioni.

ROBERTO PINZA. Sarebbe utile conoscere i dati almeno approssimativamente. Lei capisce qual è la mia preoccupazione; la ragione per cui le pongo questa domanda è molto precisa, ovviamente. Mi interessa capire quale sia effettivamente l'andamento dell'indebitamento del sistema imprenditoriale italiano, al di là dei dati sui derivati di cui stiamo discutendo oggi in questa sede. Temo infatti che vi siano ragioni di preoccupazione.

FRANCESCO MARIA FRASCA, Direttore centrale dell'area vigilanza creditizia e finanziaria della Banca d'Italia. Se posso interrompere l'onorevole Pinza, non è la risposta esatta alla domanda, ma se guarda la figura 1 della tabella, abbiamo il rapporto oneri finanziari-valore aggiunto. Gli oneri finanziari dipendono dall'ammontare dell'indebitamento e dal tasso di interesse. Se i tassi non si sono modificati rispetto all'anno precedente, siccome vediamo

che nel 2003 e nel 2004 la curva seguita a salire, anche se di poco, forse l'indebitamento è cresciuto. È una risposta di tipo induttivo, sulla base dei dati che abbiamo.

ROBERTO PINZA. È ciò che penso anch'io. Quando avremo i dati completi e definitivi sarà possibile dedurre qualcosa in più. Un'altra domanda riguarda anche i costi dei derivati. Lei è in grado di indicare una forbice di oscillazione di questi costi?

L'altra domanda attiene specificamente alla vostra attività di vigilanza. Vi siete posti concretamente il problema di cosa faccia la frontline bancaria sul tema dei derivati? Emerge una realtà diversa da quella che viene raccontata nelle audizioni. La frontline bancaria piazza i prodotti, con pochissima attenzione nei confronti della clientela, che spesso è estremamente incolta rispetto a problemi sofisticati di natura finanziaria, con una evidente situazione di asimmetria informativa. Spesso purtroppo ad essere incolta è anche la frontline bancaria. Ci sono stati casi concreti, di operatori bancari che consigliavano la sottoscrizione di obbligazioni che già si trovavano in una situazione precaria, nella più assoluta buona fede.

MARCO STRADIOTTO. Quando si parla di strumenti derivati si ha l'impressione di parlare di una questione marginale, ma si tratta invece di una questione importante, per cui dal punto di vista normativo dobbiamo dare certezza. Mi risulta che anche sul risparmio ci siano diversi prodotti di questo tipo, su cui non vorrei che ci trovassimo in una situazione di difficoltà futura.

PRESIDENTE. Nel darle la parola per le sue conclusioni, la pregherei di farci avere qualche indicazione sui derivati che le banche hanno negoziato con gli enti territoriali e locali.

FRANCESCO MARIA FRASCA, Direttore centrale dell'area vigilanza creditizia e finanziaria della Banca d'Italia. Nella nota che lascio, sono questi dati. Il rischio per quel che riguarda gli enti territoriali si aggira intorno ai 350 milioni di euro. La Banca d'Italia ha richiamato gli enti territoriali a rispettare correttamente tutte le indicazioni del Ministero dell'economia, che dovevano essere derivati nei limiti della copertura prevista dai regolamenti ministeriali.

PRESIDENTE. Ho una seconda domanda. Ho visto la circolare della Banca d'Italia, con cui vengono aggiornati i contenuti della centrale rischi. Nella parte dei derivati finanziari, non capisco perché sono esclusi dalla rilevazione della centrale i contratti derivati sui mercati ufficiali, oltre ai contratti sui cambi.

Inoltre, dal punto di vista della vigilanza sulla stabilità, nel valutare le poste bancarie, il derivato comporta per il bilancio della banca due caratteristiche. Se il mercato va a favore dell'impresa, la banca deve pagare. Se i tassi crescessero, la banca dovrebbe pagare, in caso contrario, il rischio comunque c'è, ed è il rischio di default della controparte.

La banca da un lato ha una perdita patrimoniale nel caso in cui la controparte fallisca, dall'altra ha comunque una perdita nel caso contrario. Tutto ciò dovrebbe avere delle conseguenze sulla vostra valutazione in materia di bilanci delle banche.

FRANCESCO MARIA FRASCA, Direttore centrale dell'area vigilanza creditizia e finanziaria della Banca d'Italia. Rispondo all'onorevole Pinza. Non abbiamo delle informazioni sui costi dei derivati, anche perché questi prodotti non sono simili tra di loro. Si tratta di prodotti molto differenziati tra loro, con molteplici caratteristiche diverse, per cui diventa difficile fare una comparazione. Le banche forse sono in grado di darvi qualche idea in più sui costi di questi prodotti. Il problema della frontline è che ci può essere a livello commerciale uno sfasamento abbastanza ampio rispetto alle strutture che producono i derivati. Per questo motivo, per noi è importante il

---

Pag. 16

---

controllo dell'organizzazione di tutte le strutture bancarie ed è uno degli elementi su cui poggia la vigilanza in materia bancaria. Non si possono lasciare scoperte delle aree.

ROBERTO PINZA. State intensificando questo tipo di controllo sulle banche?

FRANCESCO MARIA FRASCA, Direttore centrale dell'area vigilanza creditizia e finanziaria della Banca d'Italia. Avevamo condotto un'indagine sulla correttezza dei rapporti cliente-banca. Dopo che abbiamo emanato le nuove istruzioni di vigilanza sulla trasparenza bancaria, abbiamo ulteriormente enfatizzato questo aspetto.

Adesso non ricordo se quest'anno - il primo anno di applicazione - abbiamo operato una rilevazione presso 1.200 sportelli. Si potrebbe dire che 1.200 sportelli sono pochi rispetto ai 35.000 complessivi, in ogni caso si tratta di un'indicazione molto importante circa l'attività che stiamo svolgendo per assicurare che tutte le regole vengano rispettate. Non si tratta di una rilevazione operata a livello centrale, ma a livello periferico; sto parlando, infatti, delle nostre filiali fortemente impegnate nella verifica delle condizioni di trasparenza che regolano i rapporti tra banca ed impresa.

Per lo più, l'attività riguardante i derivati viene svolta dai gestori per conto dei privati. Nell'ambito della diversificazione di rischi - attraverso cui si riesce ad elevare il rendimento complessivo - può accadere che dei gestori si assumano un rischio più elevato.

Le domande che mi ha posto il presidente La Malfa sono complesse. Forse non è risultato chiaro dalla mia esposizione che le banche si coprono immediatamente, è difficile infatti che una banca mantenga tutte le attività presso di sé. Ovviamente, ogni volta che si verifica un default - o, comunque, una difficoltà d'impresa - è chiaro che noi ci preoccupiamo perché si tratta sempre di un pezzo del sistema produttivo che non regge. Indipendentemente dal fatto che si tratti della Banca d'Italia o di una qualunque altra banca, la preoccupazione è data dalla circostanza che vi sono spezzoni del sistema produttivo che non hanno risorse sufficienti per far fronte a questo tipo di difficoltà. Attraverso le indicazioni che vi abbiamo fornito stiamo cercando di incanalare questa attività verso soggetti dotati di una maggiore professionalità. Tali soggetti debbono riuscire ad inquadrare tale attività dei derivati dalle imprese nella strategia finanziaria complessiva. Banche ed imprese debbono capire che è corretto coprirsi, ma bisogna anche valutare le capacità reddituali dell'impresa per far fronte all'onere di pagare un premio di tipo assicurativo. In un certo senso controllando l'erogatore si definisce il perimetro di questo mercato su soggetti che sono in grado di far fronte a questo impegno.

PRESIDENTE. Ringrazio ancora volta il dottor Frasca e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 10,30.





COMMISSIONE VI  
FINANZE  
Resoconto stenografico

INDAGINE CONOSCITIVA

---

Seduta di mercoledì 12 gennaio 2005

---

Pag. 3

---

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE GIORGIO LA MALFA

La seduta comincia alle 11,20.

(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso impianti audiovisivi a circuito chiuso.  
(Così rimane stabilito).

Audizione di rappresentanti della Consob.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, l'audizione di rappresentanti della Consob. Ringrazio il dottor Antonio Rosati, funzionario generale della Consob, il quale è accompagnato dalla dottoressa Silvia Carbone, dal dottor Giovanni Sabattini, dal dottor Giovanni Siciliano, dal dottor Manlio Pisu e dal dottor Riccardo Carriero.

Questa indagine si è sovrapposta con i fatti che sono avvenuti in questi giorni relativi ai bond argentini, sui quali abbiamo svolto pochi minuti fa delle audizioni informali e quindi non escludo che qualche collega porrà delle domande specifiche su tale questione.

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. Ringrazio il presidente e la Commissione per l'invito rivolto al nostro istituto. La mia esposizione riguarderà in una prima fase l'operatività delle famiglie e della clientela retail, i quali sono ai margini dell'indagine conoscitiva che state svolgendo, perché l'indagine verte principalmente sul rapporto tra intermediari ed imprese.

PRESIDENTE. Mi scusi la precisazione, ma all'inizio dei lavori qualche collega ha chiesto che tale indagine fosse estesa anche ai privati alla pubblica amministrazione e ai prodotti derivati presso la clientela retail.

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. Illustreremo inoltre le evidenze sia qualitative che quantitative emerse dall'indagine che la Consob stessa ha autonomamente promosso, e svolgeremo una ricostruzione giuridica del problema sia alla luce della normativa attuale sia nella presumibile evoluzione futura, alla luce della nuova direttiva sui servizi di investimento. L'ultimo capitolo della mia esposizione riguarderà l'introduzione degli IAS, perché nel progetto dell'indagine conoscitiva proposta si faceva riferimento alla contabilizzazione di questi strumenti e devo dire che a nostro avviso si tratta di un aspetto estremamente importante. Ancora in premessa vorrei ricordare che nella prestazione dei servizi di investimento, la normativa divide gli operatori tra operatori qualificati e operatori non qualificati. Allo stato attuale delle norme l'articolo 31 del regolamento Consob

---

Pag. 4

---

n. 11522 chiarisce cosa sia un operatore qualificato: esso è un investitore istituzionale, l'intermediario finanziario, che per esperienza, professionalità, direi per definizione, conosce l'argomento; ma rientrano in questa categoria anche i soggetti e le imprese che, ritenendo di avere una alta professionalità nella materia, si autocertificano: il caso classico è quello del rappresentante legale di una società che rilascia una dichiarazione all'intermediario.

Gli operatori non qualificati sono le famiglie, gli investitori retail, e coloro per i quali sostanzialmente l'ordinamento appresta una tutela particolare.

L'articolo 6 del Testo unico della finanza sollecita le autorità interessate a tener conto di queste differenze. Infatti, non possiamo pensare di trovarci di fronte alla stessa realtà. Nei confronti degli operatori non qualificati c'è la massima attenzione, mentre per gli operatori qualificati valgono soltanto alcune regole previste nel testo unico per la finanza.

Passo quindi ad affrontare il primo punto: l'evoluzione del sistema finanziario e l'operatività delle famiglie negli strumenti derivati. Diciamo subito che le famiglie, a partire dagli anni '90, dismessi gli investimenti in titoli di Stato, si sono indirizzate alla ricerca di rendimenti maggiori, attraverso le obbligazioni strutturate e le polizze assicurative. Le famiglie non entrano direttamente nel mercato degli strumenti derivati e soltanto il due per cento delle famiglie, secondo una ricerca condotta dalla Borsa italiana, ha operato direttamente su strumenti derivati, soprattutto sui covered warrant, che sono delle opzioni put and call cartolarizzate, ma sono quotate su un segmento di mercato della Borsa italiana.

A parte questa modesta operatività, le famiglie non operano in tale mercato. Viceversa, c'è un'esposizione mediata sui derivati attraverso gli investimenti in obbligazioni strutturate e polizze assicurative, perché questi strumenti finanziari hanno un contenuto meno rischioso. Che cosa ha consentito questo passaggio, a parte, come è ovvio, la ricerca di rendimenti maggiori? Devo subito precisare, come la Consob abbia segnalato in diverse occasioni il fenomeno; quella che sto oggi rappresentando non è una novità: in effetti, sono previste, all'articolo 100 del Testo unico sulla finanza, talune esenzioni per questi prodotti. Esenzioni che consentono di collocare tali prodotti senza il relativo prospetto informativo e che concernono anche la disciplina dei servizi di investimento: in particolare, queste ultime investono i comportamenti dell'intermediario in relazione a questi prodotti, nel senso che quest'ultimo deve sì rispondere alle regole dell'intermediazione, solo, se il servizio offerto riguarda strumenti finanziari quali le obbligazioni strutturate. Se invece parliamo di polizze assicurative siamo nel campo dei prodotti assicurativi, per cui non trova applicazione in questa sede la disciplina dei servizi di investimento, ovvero quella relativa all'effettività dei principi di correttezza e diligenza dei comportamenti. Esiste quindi una serie di esenzioni che ha consentito un ingresso, a mio parere sin troppo «massiccio», su questi titoli. Ricordo che, ad esempio, tra questi titoli vi sono le cosiddette reverse convertible, che possono anche la mancata comportare la restituzione del capitale. Essendo esse legate ad un paniere di azioni, anche il valore capitale può essere ridotto, o addirittura in teoria, trattandosi di vendere una put, la perdita può raggiungere l'intero capitale.

PRESIDENTE. Per correggere questa asimmetria tra prodotti vendibili alla clientela retail, coperti dalle regole di trasparenza del Testo unico sulla finanza, e quelli non coperti da tali previsioni, ad esempio le polizze assicurative, sarebbe necessaria una modifica normativa o al limite sarebbe sufficiente un regolamento della Consob? Sarebbe quindi necessaria una modifica del Testo unico sulla finanza?

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. Sarebbe necessaria sicuramente una modifica del Testo unico, e quindi una modifica di natura normativa.

-----  
Pag. 5  
-----

Vorrei aggiungere che per quanto riguarda le obbligazioni bancarie, ovvero strutturate, sarà necessariamente così, considerata la cosiddetta «direttiva-prospetto». Pertanto, nel recepire quella direttiva, l'iter prevede questa possibilità. Per i prodotti assicurativi, sarebbe invece necessaria una modifica di natura normativa.

Per quanto riguarda il mercato dei derivati, i soggetti che vi entrano naturalmente sono le banche, gli investitori istituzionali e le imprese non finanziarie. Essi partecipano direttamente sia negoziando strumenti quotati nei mercati regolamentati sia attraverso la conclusione di contratti bilaterali. E qui c'è una prima distinzione di prodotti derivati: prodotti derivati trattati sui mercati e prodotti derivati trattati, per così dire, one to one. Nel primo caso parliamo di exchange traded, trattati in borsa; nel secondo caso, parliamo di mercato OTC. Quest'ultimo, come vedremo, è il più ampio - over the counter -, ed è anche quello che ha registrato i tassi di sviluppo maggiori.

I prodotti trattati sui mercati regolamentati sono standardizzati; i derivati OTC hanno invece caratteristiche opposte. In primo luogo, essi possono essere strutturati in considerazione delle specifiche esigenze delle controparti e, in secondo luogo, comportano un rischio di controparte nel rapporto one to one con l'intermediario. Nel caso dei mercati regolamentati, questo non esiste perché normalmente vi è una cassa di compensazione e garanzia.

Quali sono i prodotti derivati di maggiore diffusione? Il Testo unico sulla finanza ne individua tre tipologie di base: i contratti futures, i contratti swap e i contratti di opzione.

I contratti più diffusi e quindi trattati su mercati regolamentati sono essenzialmente i contratti futures e quelli di opzione. Quelli trattati in OTC sono essenzialmente gli swap, ma anche i primi due possono essere trattati su tale mercato.

I tassi di sviluppo, sia a livello mondiale sia a livello nazionale, si attestano su cifre estremamente elevate rispettivamente intorno al 33 e 51 per cento annui. Diciamo che la gran parte dei derivati in OTC sono derivati swap sui tassi di interesse, e, solo in misura assai più limitata, sui tassi di cambio, almeno per quanto riguarda il nostro paese.

La Consob ha promosso una propria indagine sulla base di alcuni esposti ricevuti: tra il 2002 e il 2004 sono infatti pervenuti alla Consob circa 30 esposti in materia da parte delle imprese. Non si tratta di una cifra straordinaria, se si pensa che la Consob, nello stesso periodo, ha ricevuto qualcosa come 9 mila esposti.

Abbiamo tuttavia ritenuto opportuno promuovere tale indagine, dal momento che non è una cosa di poco conto il fatto che un'impresa denunci simili episodi. Le imprese lamentavano in buona sostanza, oltre alle perdite che avrebbero subito a seguito della stipula di tali contratti, una scarsa o mancata informativa preventiva circa le caratteristiche dello strumento finanziario, nonché l'inadeguatezza dell'operazione rispetto alle esigenze effettive di copertura dei loro rischi.

Le imprese sostengono che l'operatività in derivati sarebbe stata svolta dalle banche in stretta connessione con quella creditizia: la stipula del contratto derivato veniva talvolta presentata come necessaria per il buon fine del finanziamento.

Devo preliminarmente chiarire un profilo: quella che abbiamo promosso non è un'indagine campionaria e non ha quindi la pretesa di rappresentare l'universo intero della situazione. Abbiamo comunque interessato le dieci banche più grandi e sappiamo che queste in buona sostanza realizzano il 65 per cento in termini di posizioni in derivati. È quindi una buona rappresentatività, ma in ogni caso l'indagine mirava alla conoscenza del fenomeno e non ad esaminare i rapporti fra singolo cliente e singola banca.

Vorrei aggiungere che è stata promossa tale indagine perché, a nostro avviso, è assente nel sistema una rilevazione sistematica, una base statistica «forte» sulla quale fondare un'attività di vigilanza.

---

Pag. 6

---

Vorrei inoltre dire, a titolo personale, che è molto importante che la Banca d'Italia, a partire da gennaio di quest'anno, abbia inserito nella Centrale dei rischi i derivati OTC, dal momento che questo consente effettivamente una conoscenza che, resa opportunamente anonima, potrebbe costituire una base statistica per l'intero sistema.

C'è da aggiungere che gli strumenti derivati sono degli strumenti estremamente difficili da inventariare, in quanto sono estremamente sfuggenti. Già negli anni passati - il dottor Sabatini potrebbe testimoniare - a livello internazionale molti tentativi di classificazione sono falliti. Non so

se vi siano degli interessi, magari da parte delle grandi banche internazionali, a preferire una linea di opacità, certo è che una base statistica più articolata sulle posizioni dei vari intermediari sarebbe estremamente importante.

Per quanto riguarda gli aspetti qualitativi emersi dall'indagine sugli strumenti derivati OTC, quello svolto dai nostri intermediari è in generale un servizio di negoziazione per conto proprio.

Generalmente il rischio di mercato insito nelle posizioni viene contestualmente trasferito dagli intermediari che intrattengono rapporti con la clientela al soggetto del gruppo specializzato. Questa politica di gestione può prevedere sia l'utilizzo di posizioni già esistenti all'interno della banca, sia l'acquisto sul mercato di strumenti derivati che vengono «ritagliati» sulle esigenze del cliente.

Alcuni intermediari operano nell'ambito dei servizi di negoziazione per conto terzi, ma è più raro. In questi casi l'ordine viene di regola eseguito all'interno del gruppo.

L'operatività ha avuto ad oggetto in via assolutamente prevalente i derivati su tassi di interesse, anche se vi è una certa operatività su tassi di cambio. È assolutamente marginale, invece, l'utilizzo di strumenti derivati su azioni o su merci. Gli strumenti più utilizzati sono gli swap e, secondariamente, le opzioni. Tra gli strumenti in parola assumono rilievo in termini dimensionali le strutture non elementari ossia, come si dice, non plain vanilla, ma piuttosto create ad hoc per il cliente, si tratta quindi di opzioni cosiddette esotiche. In particolare, nella categoria degli swap risultano diffusi quelli contenenti opzioni implicite, mentre è notevole la presenza di quelle cosiddette esotiche.

Gli intermediari sostanzialmente hanno giustificato la necessità di ricorrere a opzioni esotiche piuttosto che a swap plain vanilla in quanto in questo modo la copertura del rischio può essere limitata ad una fascia - ad esempio, si copre il rischio di rialzo del tasso di cambio solo nel limite del 10 per cento - riducendo al contempo il costo dell'opzione. Di contro, la maggiore complessità della struttura si riflette su una maggior opacità dello strumento e una maggiore difficoltà di valutazione.

Gli intermediari generalmente attribuiscono questo compito ad una loro struttura interna. La politica commerciale adottata nella vendita di derivati OTC risulta differente all'interno dei vari gruppi bancari, tuttavia il compito normalmente è riservato alle filiali bancarie che si occupano di rapporti corporate o addirittura alla sede centrale. In altre parole, non tutti gli sportelli di una banca sono coinvolti in una politica commerciale di questo tipo. Sostanzialmente ad oggi non abbiamo trovato - anche se quest'indagine ovviamente si basa su dichiarazioni di parte - politiche di incentivazione di questi prodotti da parte delle banche. Forse ve ne sono state nel passato, ma ad oggi questo non è dato rilevare. Naturalmente vi sono dei budget e in questo senso si realizza la politica della banca.

La maggior parte dell'operatività è svolta sia con controparti istituzionali, sia con operatori qualificati. L'operatività con investitori istituzionali sostanzialmente rappresenta la gran parte dell'operatività, circa il 93 per cento, mentre l'operatività degli intermediari con le imprese rappresenta soltanto il 7 per cento. Il dato importante emerso è che gli intermediari si sarebbero dotati di procedure

---

Pag. 7

---

di classificazione della clientela aderenti a quanto stabilito dall'articolo 31 del regolamento Consob. In particolare, alcuni intermediari si sono dati una politica dimensionale, nel senso che non trattano con la clientela al di sotto di certe dimensioni di fatturato e questo in qualche modo anticipa le previsioni della nuova direttiva sui servizi di investimento.

Peraltro - almeno da quanto dichiarato - sarebbe diffusa presso gli intermediari la prassi di verificare in via autonoma - mediante colloqui con i clienti, analisi dei dati di bilancio e acquisizione di ulteriori informazioni anche presso la centrale dei rischi - l'effettiva capacità di comprensione da parte del cliente degli strumenti derivati proposti e la concreta necessità di porre in essere queste operazioni. Ripeto, i limiti quantitativi che alcune banche hanno fissato e le analisi cui facevo cenno rappresentano due previsioni che poi ritroveremo nella nuova direttiva MiFID.

Quanto alla finalità delle operazioni - sempre secondo quanto dichiarato dalle banche - larga parte dell'operatività è svolta a fini di copertura dei rischi della clientela e, trattandosi di tassi di interesse, il problema è coprirsi dai rischi derivanti dall'aumento dei tassi di interesse. Il fenomeno è tuttavia di difficile quantificazione, in quanto gli intermediari non sempre sono in grado di conoscere le reali motivazioni della clientela, anche per via del fenomeno, tipico del nostro sistema finanziario, del multi affidamento. In ogni caso, le banche hanno dichiarato che la gran parte delle operazioni poste in essere consiste in operazioni di copertura, quindi non speculative o di arbitraggio.

La maggior parte dell'operatività complessiva in derivati è riferibile ad imprese ed ha avuto ad oggetto strumenti legati all'andamento dei tassi di interesse. Ricordo - ma si tratta di cose dette anche da Banca d'Italia e da Confindustria - che sostanzialmente il problema si è creato perché negli anni 2000 vi erano attese per una ripresa economica - quindi per una crescita dei tassi di interesse - e quindi vi sono state operazioni di copertura mediante l'acquisto di contratti swap: l'acquirente ha comprato un tasso fisso contro un tasso variabile. Nel momento in cui queste attese non si sono verificate e i tassi addirittura hanno avuto un andamento decrescente, l'impresa ha dovuto farvi fronte con uscite finanziarie crescenti. Questo è stato sostanzialmente il problema che molte imprese hanno dovuto affrontare.

L'indagine ha anche specificamente approfondito il tema delle cosiddette rinegoziazioni. In effetti, alcuni intermediari hanno consigliato la rinegoziazione di queste posizioni nel momento in cui il cliente ha rappresentato ad essi di trovarsi di fronte ad una situazione finanziariamente insostenibile. Comprando uno swap su un tasso di interesse sostanzialmente io fisso il mio tasso, il mio costo del denaro, quindi, da un punto di vista economico non si presenta una perdita: sostanzialmente, l'operazione consente all'imprenditore di fissare il costo. Il problema è semmai correlato agli aspetti finanziari: viene chiamata «perdita» un'uscita crescente di cassa dall'impresa all'intermediario. Questo è quanto si verifica. Evidentemente, nel caso di specie, è accaduto che l'impresa non abbia percepito correttamente ciò che stava comprando al momento della stipula del suo contratto.

PRESIDENTE. Non so se i colleghi riescano a comprendere perfettamente ciò di cui si discute. Ad ulteriore chiarimento, vorrei spiegare con parole mie la questione che lei ha illustrato, nei termini e nei modi con i quali ritengo di averla compresa.

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. Certamente, signor presidente.

PRESIDENTE. Un'impresa ha contratto un debito a tasso variabile. Per esemplificare, ipotizziamo che il tasso variabile, attualmente, si attesti intorno al 5 per cento. Temendo che possa salire al 10, o al 15 per cento, l'impresa decide di stipulare un contratto con un soggetto che si impegna a praticarle un tasso fisso

---

del 7 per cento, superiore al 5 per cento del tasso variabile ma inferiore alle attese di crescita relative a questo ultimo. Alla scadenza semestrale, la banca garantirà l'importo del (tasso) variabile, mentre all'imprenditore spetterà pagare l'importo del fisso. In altri termini, l'importo del variabile sarà pagato dalla banca, la quale, però, si rivarrà sull'impresa interessata per l'importo del fisso (pari al 7 per cento, nel caso di specie). Qualora accadesse che il tasso fisso, invece di salire, subisse un decremento, per l'impresa si presenterà un costo, poiché l'imprenditore, a fronte dell'incasso di un tasso variabile, che nel frattempo potrà anche essere sceso, del 5 per cento, sarà tenuto a pagare un tasso fisso pari al 7 per cento, ovvero alcuni punti percentuali in più - si tratta, ovviamente, di numeri meramente ipotetici ed esemplificativi - di quanto avrebbe pagato in altre circostanze. Il dottor Rosati osserva però che un elemento di certezza è comunque presente, essendovi un tasso fisso, con un livello di protezione garantito. È in ogni caso altrettanto vero che quella protezione potrebbe costare - in ipotesi - una cifra crescente rispetto alle aspettative. Pertanto, si potrebbe configurare una sorta di perdita...

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. Vorrei chiarire che in realtà, come evidenziato precedentemente, non si tratta, dal punto di vista economico, di una perdita. In altri termini, l'imprenditore ha un proprio business che dovrà ovviamente monitorare. Quanto agli aspetti finanziari e ai profili valutari, se quell'imprenditore vorrà ottenere determinate certezze, dovrà stabilire quale sarà il costo effettivo che verrà a sopportare. Seguendo l'esempio del presidente, l'imprenditore, operando in quel modo, ha stabilito che il suo costo - il costo del denaro - sia pari al 7 per cento: quel costo si tradurrà, in effetti, in uscite dal punto di vista finanziario, le quali risulteranno progressivamente crescenti, poiché, nel corso del tempo, la forchetta dei tassi - fisso da un lato e variabile dall'altro - si è andata allargando.

Finanziariamente, è chiaro che una tendenza simile possa rappresentare un costo nella misura in cui l'imprenditore si indebiti e abbia dei tassi di interesse da pagare. Il problema è che evidentemente molte imprese, anche su suggerimento delle stesse banche, hanno avanzato richiesta di rinegoziare la propria posizione, tuttavia, così facendo, quelle imprese hanno cristallizzato le loro perdite alla data della rinegoziazione. In altri termini, nel momento in cui rinegozia la propria posizione, l'imprenditore attualizza le perdite future, mediante una curva per scadenza dei tassi di interesse che potrebbe essere crescente. Oppure, anche se in quel momento la curva fosse addirittura decrescente, tutte le perdite verrebbero attualizzate sino al momento della scadenza. Inoltre, la sensazione è che anche le perdite precedenti, venissero sostanzialmente addebitate in conto corrente all'impresa e, molto probabilmente, nella fase di rinegoziazione, attraverso meccanismi piuttosto complicati, di commissioni upfront, finanziate dalla banca. Alla fine, anche su queste operazioni matureranno interessi futuri. Peraltro, aggiungo che sono state riaperte posizioni anche piuttosto complicate, perché basate, come osservavo precedentemente, su opzioni esotiche (in base alle quali, ad esempio, si stabilisce l'assenza di copertura al di sotto o al di sopra di un certo livello di tassi di riferimento), per cui le rinegoziazioni, in concreto, hanno finito per tradursi in perdite ulteriori per le imprese. Per quanto riguarda gli aspetti quantitativi, l'indagine mette inoltre in evidenza una serie di dati. I soggetti non finanziari che hanno intrattenuto rapporti con i dieci gruppi bancari interpellati sono circa 50 mila, i contratti stipulati ammontano a 78 mila, ed il controvalore nozionale, al 30 giugno 2004, è pari a 146 miliardi di euro. In proposito, per rendere più rapida l'esposizione, vorrei solo ricordare che il taglio medio delle operazioni poste in essere con gli operatori qualificati è pari a 3,6 milioni di euro. Stiamo parlando, lo

ripeto, di «nozionale» - cioè del valore di riferimento del derivato, il suo valore «nominale» - con riferimento alle operazioni poste in essere con gli operatori qualificati. Nel caso degli operatori non qualificati, invece, la dimensione media dei contratti è di circa 390 mila euro. Al 30 giugno 2004, con riferimento ai valori di mercato, le posizioni detenute dalla clientela qualificata rappresentavano circa il 98 per cento del complessivo mark to market. Mentre per i derivati sui tassi di interesse il valore medio del contratto è risultato negativo per 98 mila euro (sostanzialmente, la perdita sul singolo contratto è di circa 98 mila euro), per gli operatori non qualificati la perdita risulta invece marginale, inferiore ai 500 euro.

Per ciò che riguarda in particolare le imprese l'indagine fornisce anche la dimensione media dei contratti per fascia dimensionale (grande impresa, media impresa e piccola impresa) e si può notare che - al crescere del nozionale - si incrementa notevolmente anche la perdita registrata sulla posizione. L'unidirezionalità del fenomeno, ovvero la presenza di una perdita conforme su tutte le posizioni, induce a pensare, così come ritengono le banche, che si sia trattato di operazioni di copertura di rischio, dato certamente confortante, e non di operazioni speculative, delle quali sarebbe stata sintomatica la presenza di operazioni molto consistenti in termini di nozionale ma con perdite molto ridotte, a macchia di leopardo.

PRESIDENTE. Se ho ben capito, secondo i dati tratti dall'indagine della Consob, le perdite annunciate in questo campo sono il frutto di un andamento, fondamentalmente dei tassi di interesse ma anche di quelli di cambio, di senso opposto a quanto previsto: in ribasso invece che in salita. Di conseguenza, si sono avute perdite pesanti, dovute non tanto all'utilizzo o all'introduzione nell'attività finanziaria delle imprese - industriali o artigiane - di elementi di forte speculazione, quanto ad un andamento del mercato inatteso.

Quindi, dovrebbe trattarsi di una situazione che, a fronte di un andamento meno anomalo del mercato, non dovrebbe ripetersi o verificarsi. Siamo, cioè, di fronte a dei contratti privi, in sé, di elementi pericolosi, a differenza di quanto è accaduto per contratti del tipo My way, cui faceva riferimento il collega Benvenuto in un'altra occasione.

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della CONSOB. Le banche dichiarano che si tratta di contratti di copertura: noi riscontriamo tale unidirezionalità.

Il presidente faceva poi riferimento agli enti pubblici. Effettivamente, tali soggetti (circa 900) costituiscono quasi il 2 per cento del totale dei clienti non finanziari che hanno operato in derivati con i gruppi bancari.

L'operatività degli enti pubblici ha avuto ad oggetto esclusivamente derivati sui tassi di interesse e il controvalore nozionale delle posizioni, al 30 giugno 2004, ci risulta pari a 12 miliardi di euro sempre con riferimento alle dieci banche interpellate.

Rispetto al settore delle imprese si osserva una dimensione media dei contratti molto più elevata (circa 12 milioni di euro, contro i 2,6 milioni di euro delle imprese) e una perdita media pure più consistente (circa 430 mila euro, contro i 76 mila euro circa delle imprese). Anche tra gli enti pubblici si rileva una percentuale molto elevata di soggetti con posizioni in perdita. All'interno della categoria degli enti pubblici, la parte preponderante è rappresentata dagli enti locali.



Si vede abbastanza chiaramente che questa operatività si è sviluppata dopo la legge finanziaria per il 2002 (legge n. 448 del 2001) che ha introdotto la possibilità per gli enti locali di porre in essere operazioni in strumenti derivati.

Il decreto ministeriale del 1o dicembre 2003 n. 389 e la successiva circolare interpretativa sono intervenuti per rendere più ordinato l'accesso al mercato da parte degli enti locali, in effetti, sono state fissate una serie di regole che hanno reso più ordinato il contesto, posto che in quel

---

Pag. 10

---

periodo, l'attività degli enti locali è stata piuttosto intensa.

Per quanto riguarda l'inquadramento giuridico di tutta questa attività, l'operatore non qualificato ha diritto ad una tutela sull'attività di servizi di investimento in termini di informazione che deve ricevere sullo strumento finanziario, di rivelazione dei conflitti di interesse di cui l'intermediario può essere portatore e di comportamento, da parte dell'intermediario, corretto, diligente e trasparente. Non da ultimo, l'intermediario deve operare una valutazione sull'adeguatezza dell'investimento che l'operatore non qualificato sta facendo.

Tutto questo non si applica, invece, all'operatore qualificato così come lo abbiamo definito all'inizio. Ad esso, si applica soltanto l'articolo 21 del Testo unico della finanza, cioè, i criteri generali. L'intermediario deve essere diligente, corretto e trasparente ma i singoli presidi non si applicano all'operatore qualificato.

La novità della direttiva MiFID sta essenzialmente nella definizione di operatore qualificato. Oggi l'operatore qualificato è definito dall'articolo 31 del regolamento Consob. Sostanzialmente, si tratta di soggetti che operano nel settore finanziario (principalmente banche e SIM, ossia i cosiddetti investitori istituzionali). Accanto a questi ultimi vi sono poi coloro che chiedono di essere qualificati come operatori professionali autocertificandosi come tali.

Questa è la situazione attuale. Domani la situazione sarà la stessa per gli investitori istituzionali, tuttavia le imprese potranno autodefinirsi come operatori qualificati dal momento in cui raggiungeranno certe dimensioni che la direttiva stabilisce: dovranno avere un attivo di bilancio di almeno 20 milioni di euro, un fatturato di almeno 40 milioni di euro e un patrimonio netto di almeno due milioni di euro. Soltanto al di sopra di questi limiti potremo parlare di imprese come operatori qualificati. Al di sotto di tali limiti sarà comunque possibile per un'impresa chiedere di essere trattata come un operatore qualificato, rinunciando quindi a tutte le tutele di legge, tuttavia la banca dovrà condurre una sua istruttoria approfondita sull'impresa: sui suoi bilanci, sulla sua attività in strumenti finanziari nell'ultimo anno e via dicendo. Insomma, sarà molto complicato dichiararsi operatore qualificato.

Non solo, la direttiva MiFID introduce anche una terza categoria, la cosiddetta controparte professionale, nel senso che ci saranno essenzialmente delle grandi imprese (un aspetto che però deve ancora essere definito dal secondo livello della direttiva), che potranno operare come controparti professionali. In altre parole, potranno negoziare sul mercato anche soggetti come, per esempio, la FIAT, che potrà essere considerata come una controparte professionale, nel senso, cioè, di un soggetto che non ha bisogno di tutele particolari (tuttavia, per definire la controparte professionale gli elementi e i vincoli devono ancora essere stabiliti).

Questo è quanto previsto dalla nuova direttiva, per cui le cose cambieranno e abbiamo notato che alcune banche si stanno in qualche modo già uniformando al nuovo sistema.

Venendo all'ultimo punto, si può dire che oggi il trattamento contabile in bilancio di un prodotto derivato e degli strumenti finanziari, sostanzialmente, risponde alla natura giuridica di quel contratto. Tuttavia, possiamo affermare - anche se forse i giuristi non lo accetterebbero - che ad essere rilevante è la sostanza economica del contratto. Fino ad oggi i derivati, soprattutto quelli di copertura, sono finiti nei conti d'ordine con una trasparenza praticamente inesistente.

Abbiamo condotto anche una piccola ricerca sui bilanci delle maggiori società quotate non finanziarie al 31 dicembre 2003, contenuta nel documento che lasciamo a disposizione della Commissione, con l'intento di far capire quali differenze di valori si registrano con l'utilizzo degli attuali principi contabili e quelli che dal 2005 dovranno essere adottati dalle imprese, cioè, gli IAS. La differenza sarebbe notevolissima, quanto meno sul conto economico, per

---

Pag. 11

---

alcuni aspetti, ma anche sul patrimonio, per altri aspetti che possiamo esaminare. In ogni caso, tornando alla distinzione, ad oggi i criteri contabili rispondono alla natura giuridica del contratto e gli strumenti finanziari sostanzialmente sono rilevati al costo; proventi e oneri relativi a tali contratti sono imputati al conto economico per competenza lungo la durata del contratto. Dal 2005, in base agli IAS, gli strumenti finanziari comunque saranno valutati alle date di riferimento del bilancio, della semestrale e della trimestrale, per cui saranno valutati, come si dice, mark to market cioè al valore di mercato. Quindi, l'effetto economico sarà chiaro ogni tre mesi o almeno ogni sei mesi. A nostro avviso, questo offre all'impresa una consapevolezza maggiore degli effetti del prodotto che sta acquistando, perché li subisce e li osserva periodicamente. Fino ad oggi, invece, tali effetti potevano verificarsi anche dopo otto o nove anni, cioè alla scadenza del contratto. L'introduzione degli IAS normalmente induce a valutare in base ai prezzi di mercato (fair value) tutti gli strumenti derivati, salvo considerare che l'effetto economico degli strumenti disponibili per la negoziazione o disponibili per la vendita hanno un effetto economico direttamente sull'utile di esercizio mentre quelli di copertura hanno un effetto economico soltanto sul patrimonio dell'impresa.

Concludendo, possiamo affermare che i dati statistici disponibili mostrano come il mercato degli strumenti derivati abbia conosciuto tassi di crescita elevatissimi. Abbiamo ricordato che le famiglie e gli investitori retail non sono esposti direttamente sul mercato ma in via mediata. Sarei incline ad affermare che la chiara differenza tra operatore qualificato e operatore non qualificato pone al regolamentatore, cioè alla Consob, un trade off molto rilevante, nel senso che, certamente, quest'ultima potrebbe redigere regole molto più stringenti e molto più rigide anche per un operatore qualificato. In effetti, c'è un limite, quello costituito dalla direttiva e dal Testo unico, i quali affermano che la tutela è diversa nell'uno e nell'altro caso. Però, anche volendo ipotizzare norme più rigide, è chiaro che dobbiamo tenere presente il trade off nella introduzione di regole in un rapporto d'affari tra impresa e banca. Infatti, siffatte regole rischierebbero di ingessare questo rapporto e di ingerirsi in qualche modo nella libertà contrattuale. Al contrario, regole troppo lasche finirebbero per consentire comportamenti scorretti. Noi riteniamo, come ho già anticipato, che la direttiva MiFID, da una parte, e l'introduzione degli IAS, dall'altra, danno al sistema una maggiore consapevolezza e conoscenza di questo fenomeno.

PRESIDENTE. Ringrazio molto il dottor Rosati per la sua utilissima esposizione. Dalla lettura della relazione scritta potremo comprendere meglio tutti gli elementi del problema.

Invito i colleghi a formulare le loro domande.

NERIO NESI. La relazione del dottor Rosati ha richiamato alla mia memoria le mie prime esperienze con gli swap, che risalgono a molti anni addietro. Credo che la prima impresa italiana a effettuare operazioni del genere sia stata la Olivetti presso la quale, in quel periodo, ricoprivo la carica di direttore dei servizi finanziari. Allora noi svolgevamo una grande attività nell'America latina, avevamo un grande numero di consociate e, soprattutto, realizzavamo grandi profitti. Eravamo preoccupati del rischio di cambio e, per molti Stati dell'America latina, anche del rischio paese. Per questo cominciammo a studiare le operazioni di swap che, quindi, non sono cosa recente, poiché dall'epoca in cui ero direttore finanziario della Olivetti è passato molto tempo. Queste operazioni, allora, erano effettuate soltanto da due banche italiane, la Banca commerciale italiana, certamente la più accreditata per queste operazioni, e la Banca nazionale del lavoro; in pratica, le due maggiori banche italiane dell'epoca. Per come noi lo concepimmo, lo swap costituiva un tentativo di stabilizzare le nostre posizioni industriali

---

Pag. 12

---

e finanziarie contemporaneamente. Giustamente, nella relazione tecnica che ci è stata presentata lo swap è stato definito come uno scambio di flussi di cassa derivanti da attività finanziarie con flussi di cassa derivanti da altre attività. Queste altre attività sono le attività industriali, perlomeno secondo il criterio che noi utilizzammo. Le operazioni che si effettuavano in quei paesi - mi riferisco a circa 35 anni fa - erano over the counter, cioè senza alcun punto di riferimento, in quanto non esistevano leggi, ma soltanto il mercato delle grandi banche italiane e - ha ragione il dottor Rosati - delle grandi industrie italiane. Infatti, nessuna piccola impresa poteva entrare in operazioni di questo genere, all'epoca; forse, adesso sarebbe possibile, ma allora non lo era affatto. Noi cercavamo di fare una scommessa con la banca in quanto avevamo bisogno di riportare nei nostri bilanci di previsione e nei consuntivi della holding, della capogruppo, cifre il più possibile certe mentre, operando in tali paesi, questa certezza era impossibile. La banca, perciò, con le operazioni di swap, ci garantiva flussi finanziari costanti. Naturalmente, in cambio noi cedevamo gli introiti delle consociate. In tal modo, spostavamo sulla banca il rischio di cambio e il rischio paese e la banca ci faceva pagare un prezzo altissimo. Però, in quel momento, attraverso lo swap, l'Olivetti aveva l'opportunità di inserire nei propri bilanci di previsione cifre assolutamente più attendibili di quanto lo sarebbero state se non ci fosse stata l'operazione finanziaria di base.

Non so come si possano regolamentare oggi queste operazioni; allora non lo erano affatto. Periodicamente, mi recavo in Brasile e in Argentina per capire cosa prevedessero i governatori delle banche centrali locali in merito all'inflazione nei loro paesi, perché si passava da tassi pari a zero a tassi pari al 200 per cento e non c'era alcuna sicurezza. Noi costruivamo anche sostenendo costi locali ed il problema era proprio il rapporto tra i costi locali e il denaro della madrepatria. Con questo modesto esempio, penso di aver fornito qualche idea della situazione relativa agli swap.

GIORGIO BENVENUTO. Ringrazio molto il dottor Rosati e la Consob per la completezza del prospetto, anche perché ci fornisce alcuni dati che già avevamo richiesto alla Banca d'Italia. Infatti, nella interessante audizione svoltasi con i rappresentanti della Banca, che ci hanno preannunciato la

realizzazione di questo archivio, ci sono stati forniti dati riferiti, praticamente, al 2002 e ad uno scenario mondiale piuttosto che italiano.

Invece vedo che lei ha presentato dei dati aggiornati. Mi riferisco alla pagina 11 della sua relazione. In Italia avremmo un'esposizione di 146 miliardi di euro, per quel che riguarda il sistema delle imprese, esclusi gli enti locali.

Lei inoltre sostiene che se tutte le sofferenze dovessero rientrare, ci sarebbe in pratica una posizione debitoria di 4 miliardi di euro. Vorrei sapere se è possibile avere un'indicazione più particolareggiata, perché ho riscontrato che le maggiori difficoltà sono concentrate nell'area del Veneto e della Lombardia. Si può avere da quest'indagine da voi condotta qualche ulteriore indicazione più articolata, come fatto dalla Banca d'Italia? Per la Banca d'Italia il maggiore indebitamento deriva dalle piccole aziende, ma dalle sue indicazioni emerge un quadro che non è particolarmente preoccupante e vorrei avere una sua conferma al riguardo.

Ho invece qualche preoccupazione per quel che riguarda il settore degli enti locali. A pagina 11 della sua relazione si parla di 12 miliardi di euro. Il Sole24ore ha pubblicato l'attività di ricerca di Dexia-Crediop, che ha collocato molti derivati con particolare attenzione. Mi risulta che ci sarebbe qualche problema relativo ad altre collocazioni e vorrei essere rassicurato al riguardo. Mi riferisco alla regione Sicilia, che avrebbe un'esposizione sui derivati molto ampia. È possibile avere delle indicazioni più precise?

-----  
Pag. 13  
-----

Ho apprezzato molto le riflessioni relative alle modifiche introdotte dal 2005 in materia di IAS, fatto che sicuramente avrà un effetto positivo nella valutazione della contabilità per chi è tenuto a farlo. Vorrei conoscere la sua valutazione sull'applicazione della direttiva fatta dal Governo.

Non ho poi capito un riferimento nel testo, fatto a pagina 18, relativo alla normativa comunitaria. Si dice che «la nuova normativa comunitaria, come introdotta dalla procedura Lamfalussy, comporta un livello di dettaglio ben più ampio di quanto non avvenisse in passato. Al legislatore nazionale quindi rimangono ridotti margini di manovra laddove volesse adottare un regime più rigoroso». Non comprendo bene questo punto.

Per quel che riguarda l'Argentina, avevamo già chiesto alla Consob se aveva svolto delle indagini sulla collocazione dei titoli argentini da parte di alcune banche e vorremmo quindi conoscere i risultati di queste indagini.

Abbiamo visto poi che la Consob ha precisato che il parere favorevole circa la proposta di rinegoziazione dei bond argentini riguardava soltanto gli aspetti tecnici e non quelli politici, ma al riguardo vorremmo avere qualche ulteriore elemento. Stamani sono rimasto colpito dalla mole di documenti esistenti. Ci è stato detto che la Consob ha chiesto e ottenuto 40 pagine di chiarimenti e vorrei sapere se sia possibile conoscere il contenuto di questi documenti. Vorrei inoltre sapere per quale motivo questa proposta di rinegoziazione è stata ritenuta perfetta dal punto di vista tecnico.

MARIO LETTIERI. Vorrei esternare anche io la mia preoccupazione per il dato emerso dalle parole del dottor Rosati. Emerge una situazione di grande opacità complessiva di questi prodotti finanziari e il fatto che la maggior parte delle imprese, come ricordato dal collega Benvenuto, sia

collocata in un'area geografica più favorevole alla cultura finanziaria, come il nord dell'Italia, la dice lunga sulla situazione esistente.

Il dato relativo agli enti locali è preoccupante, non soltanto per la Sicilia, ma anche per tantissimi piccoli comuni, che sono stati spinti a fare questo tipo di scelta. Gli enti locali sono ritenuti operatori qualificati?

SERGIO ROSSI. I dati al 31 dicembre 2001 indicavano che i titoli obbligazionari argentini collocati in Italia erano in mano alle banche per 473 milioni di euro e ai risparmiatori per 14 miliardi di euro per cui le banche avevano in portafoglio un'inezia rispetto a ciò che già era stato collocato.

Chiedo, quindi, se la Consob abbia recentemente svolto un'indagine, o se abbia intenzione di promuoverne una, per sapere come nel frattempo si sia «spostato» questo portafoglio dai risparmiatori alle banche. Infatti, in questi anni sicuramente i risparmiatori hanno venduto i propri titoli quotati sul mercato intorno al 25-30 per cento del valore nominale: si tratta di coloro che non potevano chiaramente aspettare le calende greche per la conclusione della trattativa! Chi sono stati gli acquirenti in questi anni? Le banche o altri risparmiatori privati che hanno tentato operazioni speculative?

Se infatti emergesse che questo portafoglio si è in modo sostanzioso «spostato» dai risparmiatori alle banche, forse questa sarebbe la ragione per la quale le banche non gradiscono in questo momento la chiusura di un accordo con l'Argentina ed un rimborso intorno al 25-30 per cento, dal momento che così incasserebbero quanto in buona sostanza esse hanno pagato per acquistare i titoli sul mercato in questi tre anni. Puntano quindi piuttosto alla chiusura della vertenza con l'Argentina al fine di incassare una somma superiore, intorno al 40-50 per cento, così da guadagnare sulle operazioni che in questi tre anni hanno compiuto nel rastrellare i titoli «svenduti» sul mercato. La Consob ritiene di effettuare quest'indagine o magari l'ha già effettuata?

PRESIDENTE. Pur essendo l'argomento relativo all'Argentina fuori dai fini di

---

Pag. 14

---

quest'indagine, sarebbe tuttavia cosa gradita se i funzionari della Consob rispondessero egualmente sul tema. In ogni caso, ho personalmente ottenuto la disponibilità del presidente della Consob ad essere audito dalla Commissione sulla questione.

In particolare, se posso riformulare la domanda posta dall'onorevole Benvenuto, in quali condizioni - se esistono condizioni di questo genere - la Consob avrebbe potuto negare la pubblicazione del prospetto, sapendo che la Consob non può entrare nel merito economico e finanziario della proposta? Vi sono condizioni relative al prospetto che avrebbero potuto, o potrebbero tuttora, consentire alla Consob di non far pubblicare questo documento e dunque di impedire lo svolgimento di quest'offerta?

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. Per quanto riguarda la domanda posta dall'onorevole Benvenuto, molti elementi risolutivi sono contenuti nel documento che lasciamo

all'attenzione della Commissione. Sicuramente possiamo dire che le quarantamila imprese che hanno operato su questi prodotti sono così ripartite: 19 mila piccole imprese, 14 mila 700 medie imprese e 6 mila 300 grandi imprese. Nella relazione la Commissione potrà trovare cosa si intenda, in termini di fatturato, per grande, media e piccola impresa.

Quindi, in termini percentuali, abbiamo il 48 per cento per le piccole imprese, il 16 per cento per le grandi ed il 36 per cento per le medie.

PRESIDENTE. Se ho ben compreso, non si tratta dei contratti in essere, bensì di quelli delle 10 banche che la Consob ha ascoltato e che, rappresentando il 65 per cento, potrebbero indurre a pensare che il numero sia superiore di un terzo rispetto a tale dato, se le altre banche operassero allo stesso modo.

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. Questo è chiaro rispondendo alla domanda su chi opera in derivati. In termini di nozionale, per le piccole imprese abbiamo il 20 per cento, per le medie imprese il 40 per cento e per le grandi imprese il 40 per cento. Per quanto riguarda la perdita media sulle singole posizioni, al 30 giugno, essa risulta stimabile, per quanto riguarda le piccole imprese, sui 30 mila euro, per le medie sui centomila euro e per le grandi sui 260 mila euro. La media totale è quindi di 76 mila euro.

Le perdite sono dunque crescenti al crescere del nozionale e delle dimensioni delle imprese. Viceversa, non siamo in condizione di dare una ripartizione geografica del fenomeno.

MARIO LETTIERI. Per l'inserimento di quei derivati nella centrale rischi?

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. I derivati over the counter saranno inseriti a partire da quest'anno. Per quanto riguarda gli enti locali, come ricordato dall'onorevole Benvenuto, la perdita, rispetto ad una valutazione mark to market, è assai più grande; anche il contratto medio è assai più grande. La perdita è stimabile intorno ai 430 mila euro.

GIORGIO BENVENUTO. Credo ci sia anche il comune di Milano. Infatti, credo che nella vostra indagine non vi siano i dati relativi alla movimentazione della Dexia-Crediop, almeno da quello che posso capire. È un capitolo che dovremo approfondire.

PRESIDENTE. Sicuramente, onorevole Benvenuto!

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. Rispondendo all'onorevole Lettieri, vorrei dire che se una preoccupazione è quella relativa al fatto di ritenere gli enti locali enti qualificati, allora si tratta di una preoccupazione fondata, nel senso che per questi vale l'autocertificazione: la Corte dei conti lo rileva nella sua indagine.

Al contrario, sia nella disciplina attuale, sia in quella futura della cosiddetta MiFID,

-----

-----

chiunque, anche un operatore di per sé qualificato, può richiedere di essere trattato come un operatore non qualificato e quindi avere diritto alla massima tutela.

Venendo all'Argentina, quando sono stato audito da questa Commissione nell'aprile del 2004, avevamo in buona sostanza ultimato le ispezioni presso due grandi soggetti bancari.

Come dicevamo, i problemi erano sostanzialmente due: in primo luogo, valutare se vi era stato un collocamento per così dire abusivo - giacché prospetti di sollecitazione non ve ne erano stati - e, in secondo luogo, verificare la rispondenza del comportamento di queste banche alle norme sui servizi di investimento.

Secondo la valutazione della Consob, non vi è stato un collocamento abusivo, perché, come ho anticipato tra le righe della mia relazione, per esserci un collocamento vi deve essere una proposta promozionale, una standardizzazione dell'offerta. In altre parole, la banca sostanzialmente offre pacchetti di un certo titolo, ad un certo prezzo, in un certo periodo. Vi deve essere una certa standardizzazione peraltro accompagnata da un'attività per così dire di sollecitazione. Dal momento che non abbiamo rilevato niente di tutto questo la Consob ha escluso il collocamento abusivo.

Viceversa, abbiamo proposto al Ministero dell'economia un nutrito numero di sanzioni per i componenti dei consigli di amministrazione e dei collegi sindacali di una banca - che per la verità è un aggregato di banche - perché i comportamenti, secondo la nostra valutazione, non sono stati conformi alle norme di legge, in particolare per quanto riguarda l'idoneità delle procedure, la mancata conoscenza degli strumenti finanziari e l'informazione fornita alla clientela su tali prodotti finanziari.

Per un altro soggetto abbiamo fatto delle contestazioni. Il procedimento sanzionatorio è piuttosto lungo (di questo si occupa anche il nuovo disegno di legge in materia e noi speriamo che i termini possano essere abbreviati): vi è una fase di contestazione, riceviamo le deduzioni, proponiamo le sanzioni. Per quanto riguarda il primo procedimento abbiamo esaurito tutta la pratica presso il Ministero dell'economia e delle finanze; per l'altro invece abbiamo fatto le contestazioni al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale, sostanzialmente per gli stessi motivi cui accennavo prima.

Per ciò che riguarda il parere favorevole al prospetto, il parere espresso dalla Consob sul prospetto informativo non attiene al merito dei contenuti, ma alla qualità delle informazioni che vengono fornite, alla coerenza e alla rispondenza di queste informazioni all'operazione. In altre parole, si tratta di una procedura squisitamente tecnica.

L'onorevole Benvenuto ha fatto riferimento alle 40 pagine di chiarimenti, ma credo vi sia stato un misunderstanding. Ritengo infatti che le 40 pagine siano relative alle premesse e alle avvertenze per l'investitore che la Consob ha chiesto di pubblicare per intero e che infatti sono state pubblicate da la Repubblica e dal Corriere della sera domenica scorsa. Un prospetto generalmente riporta nelle prime pagine le avvertenze sui rischi dell'operazione, avvertenze con cui si richiama l'attenzione dell'obbligazionista sulle possibilità che ha a disposizione (si spiega all'obbligazionista che cosa comporta l'adesione e che cosa comporta la mancata adesione). Non vi sono 40 pagine di richieste di informazioni. Forse i fax partiti sono anche più lunghi, tuttavia ritengo che il dottor Stock facesse riferimento alle avvertenze pubblicate domenica scorsa sul quotidiano la Repubblica...

GIORGIO BENVENUTO. Non ha parlato di 40 pagine. Il dottor Stock ha detto che la Consob aveva chiesto dei chiarimenti e che questi chiarimenti erano contenuti in 40 pagine circa. Almeno questo è quello che io ho capito.

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. Ho qui l'intero prospetto: c'è una premessa e una sintesi dell'offerta, con le avvertenze che occupano circa 44 pagine.

MARIO LETTIERI. Il dottor Stock si riferiva alle richieste di chiarimenti pervenute

---

Pag. 16

---

prima di dare l'assenso alla pubblicazione di queste avvertenze. Si tratta di un atto interlocutorio.

GIORGIO BENVENUTO. Il dottor Stock non ha dato giudizi. Ha testualmente detto: l'Italia è stata una delle prime a rispondere, rispetto al Lussemburgo e rispetto alla Germania. Risulta che vi siano state delle richieste di chiarimenti e che, dopo avere prodotto questi chiarimenti, sarebbe stato dato l'assenso da parte della Consob. Invece non è così...

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. Intendiamoci, onorevole, l'istruttoria è stata lunga e i chiarimenti richiesti sono stati tantissimi. Le avvertenze pubblicate sui giornali, nella gran parte dei casi, sono frutto di nostre richieste. È chiaro che l'offerente non è mai portato a rivelare i rischi dell'operazione! Deve essere sempre indotto, sollecitato, dalla Consob o dall'autorità interessata. Ad esempio, vi è stato il problema del rating: noi abbiamo chiesto ed ottenuto che la relazione di rating sul paese venisse tradotta in italiano, perché non c'è un rating sul debito, ma c'è un rating sul paese. Abbiamo formulato tale richiesta proprio perché fosse a disposizione di tutti. Vorrei precisare tuttavia che la Consob non è stata la prima a concedere questa autorizzazione. La SEC ha dato già da qualche mese la sua autorizzazione, per quanto riguarda la parte del prospetto relativa all'emittente, l'Argentina. Dopodiché la Consob - poiché noi non abbiamo questa scissione in due parti del prospetto - ha dato l'autorizzazione all'intero prospetto, quindi sia per quanto riguarda la parte relativa all'Argentina, sia per quanto riguarda la parte relativa all'offerta. Il Lussemburgo e la Germania hanno dato l'autorizzazione lunedì 10 (la Germania l'ha data solo ora perché le è stata richiesta più tardi). Giovedì 13 gli Stati Uniti - che non daranno l'autorizzazione sull'offerta perché tale autorizzazione non è prevista - depositeranno presso la SEC il prospetto relativo all'offerta.

Quindi, tutte le autorità si sono pronunciate in senso favorevole, seppure l'autorizzazione non possa essere considerata un atto dovuto. Relativamente alla possibilità che la Consob possa rifiutare il proprio nulla osta - ipotesi a cui si era riferito il presidente - rispondo che non ricordo se sia mai verificato un caso simile. In altri termini, una volta ottenuto ciò di cui chiede la pubblicazione, la Consob non può rifiutare il nulla osta. Potrebbe non concederlo solo se una sua domanda non venisse soddisfatta. Ed è chiaro che una soluzione così drastica sarebbe adottata soltanto per richieste inerenti a dati particolarmente importanti.

GIORGIO BENVENUTO. Mi sembra di aver inteso che la Consob abbia chiesto e ottenuto delle risposte. Valgono soltanto per l'Italia oppure anche per la Germania e gli altri paesi?



ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. Valgono per la generalità dei territori interessati, come dimostra il fatto che l'aggiornamento sulla situazione economica del paese richiesto dal Lussemburgo costituirà integrazione del prospetto italiano.

PRESIDENTE. Mi consenta di porle un'altra domanda. Qualora una delle autorità non avesse espresso la propria autorizzazione, ciò avrebbe costituito impedimento per l'avvio dell'offerta?

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. La risposta dipende, ovviamente, dall'offerente. Secondo l'impostazione che il Governo argentino ha dato all'operazione, questa sarebbe partita comunque, salvo per il paese la cui autorità non avesse espresso il proprio nulla osta. Un caso particolare, di cui potrà fornire chiarimenti la dottoressa Carboni, è quello del Giappone, ove l'offerta è stata presentata con ritardo.

SILVIA CARBONE, Funzionario della Consob. L'offerta in Giappone verrà effettuata in una fase successiva, proprio

---

Pag. 17

---

per avere il tempo di ottenere tutte le autorizzazioni. Si tratterà comunque di un'offerta parallela, a fronte di un invito globale che comprende le offerte negli Stati Uniti, in Italia, Lussemburgo, Germania, e in altri paesi europei. Si fa presente che una condizione prevista nell'offerta italiana subordina quest'ultima al rilascio e all'ottenimento di tutte le autorizzazioni da parte delle autorità europee e americane competenti; la condizione è tuttavia rinunciabile, poiché, anche qualora mancasse l'autorizzazione del paese interessato, l'offerta potrà essere presentata in tutti gli altri. Nel caso del Giappone, l'offerta - prevista come contestuale a quella degli altri paesi e allo stato in corso di posticipazione, per ragioni dovute a problemi informativi - non è però parte dell'invito globale, sarà un'offerta a sé stante, svolta sostanzialmente alle stesse condizioni di riferimento, ma in un secondo momento. Si tratta di due procedure parallele ma diverse, pertanto, l'offerta giapponese non inficerà la validità dell'offerta globale europea e americana.

PRESIDENTE. La ringrazio per questa precisazione, ritengo, però, sia opportuno non insistere sul punto e far proseguire il dottor Rosati nella sua replica.

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. Vengo alla richiesta di chiarimenti formulata dall'onorevole Rossi, con cui si domandava se, dopo la data di default del dicembre 2001, avessimo evidenze riguardo al riacquisto dei titoli da parte delle banche.

SERGIO ROSSI. Il problema si pone alla luce di un fatto significativo. Con particolare riferimento alle ragioni del rifiuto dell'offerta argentina e all'indicazione delle prospettive future, nel corso di un'audizione precedente, al dottor Stock era stato chiesto quale fosse la percentuale di rimborso del capitale con cui si auspicava di poter concludere positivamente l'accordo. A quella domanda non è seguita alcuna risposta. Gli è stato chiesto anche quali siano le possibilità - espresse in termini percentuali - di raggiungere un obiettivo positivo migliore, e quando ragionevolmente si ritenga di addivenire ad un accordo, ma anche a quella domanda non è stata data risposta. A fronte di una task force costituita dalle banche che invita a rifiutare un'offerta, ma non annuncia quali prospettive vi siano per il futuro, mi chiedo se non vi sia una precisa ragione. Mi domando se il motivo stia nel fatto che le banche - avendo il potere di decidere quando chiudere la trattativa - intendano trarre un guadagno per loro ragionevole, avendo acquistato sui mercati, in questi tre anni, titoli che oscillavano da una quotazione del 25 ad una del 30 per cento; esattamente quanto intende rimborsare adesso l'Argentina. In altri termini, le banche non trarrebbero alcun guadagno dalla chiusura della vertenza in questo momento.

PRESIDENTE. Prima di cedere la parola al dottor Rosati, mi permetto di precisare che, se avessi dovuto dare al dottor Stock un suggerimento, lo avrei invitato a non rispondere: se il presupposto è quello di far fallire l'offerta argentina, una qualsiasi risposta sulla percentuale di rimborso diversa dal 100 per cento, avrebbe rischiato di trasformarsi nel limite massimo della trattativa. Per questi motivi, il dottor Stock aveva a suo tempo dichiarato di puntare al massimo. È ovvio che un negoziatore non potesse e non possa pronunziarsi diversamente. Se ciò fosse avvenuto, lo avrei considerato assolutamente irresponsabile e, probabilmente, sarebbe apparso inadeguato a svolgere la funzione che ricopre attualmente. Il dottor Stock non poteva che pronunziarsi in quei termini, benché abbia riconosciuto l'oggettiva difficoltà di ottenere tale risultato.

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. Alla domanda dell'onorevole Rossi posso rispondere di non avere evidenze sul riacquisto dei titoli ad opera delle banche, anche perché le ispezioni svolte riguardavano esattamente il

---

Pag. 18

---

periodo di collocamento. Da un grafico riguardante i due intermediari che abbiamo preso in considerazione, risulta chiaramente che gli acquisti da parte della clientela, cioè la negoziazione ad opera delle banche, in particolare alla fine del 2001, ma già nei mesi precedenti (una società di rating tre mesi prima aveva espresso un down grading) tendono allo zero. Qui si arresta la nostra rilevazione. Posso invece dire che sul prospetto informativo abbiamo fatto indicare tutta una serie di dati relativamente alle quotazioni medie fatte registrare da questi titoli nel 2003 e nel 2004 secondo rilevazioni Reuters. Lo abbiamo richiesto per tutte le emissioni argentine. Mi soffermo su questa precisazione per evidenziare che anche in un periodo come il 2004, in cui il Governo argentino aveva diffusamente dichiarato la propria intenzione di non pagare quei titoli, i titoli sono stati scambiati, seppur a prezzi mediamente bassi (27, 55, 13, 73 centesimi a seconda delle emissioni). Ovviamente, stiamo parlando di un mercato formato da soggetti professionali. In ogni caso, resta

significativo che i titoli siano stati scambiati e su questo non vi è ombra di dubbio. Non disponiamo invece di informazioni riguardo alla possibilità che le banche abbiano provveduto a riacquistarli.

PRESIDENTE. Ringraziamo il dottor Rosati ed i suoi collaboratori per l'interessante ed esauriente esposizione. Ci permetteremo di ricorrere nuovamente alla loro disponibilità nel caso di ulteriori richieste di chiarimento. Nel ringraziare i nostri ospiti per il loro intervento, dichiaro conclusa l'audizione.

Audizione di rappresentanti della Confapi.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, l'audizione di rappresentanti della Confapi. Saluto, anche a nome della Commissione, il dottor Danilo Broggi, presidente della Confapi, e lo ringrazio per aver accettato il nostro invito.

Desideriamo, innanzitutto, scusarci per il ritardo con cui inizia l'odierna audizione. In realtà, il dibattito con i rappresentanti della Consob sui derivati si è prolungato oltre le nostre previsioni non solo per la delicatezza della materia, ma anche per la grande attenzione che, nel frattempo, tale argomento ha suscitato in seguito allo scoppio del «caso» sui bond argentini. Questa mattina, infatti, abbiamo ascoltato prima il dottor Stock sulle prospettive di rimborso e, successivamente, la Consob. Insomma, la discussione è andata complicandosi con il passare della mattinata.

L'indagine deliberata dalla Commissione è volta ad accertare le eventuali situazioni di difficoltà, segnalate anche da numerosi articoli di stampa, in cui verserebbero alcune imprese, prevalentemente medie e piccole, collocate nel triangolo industriale e nel triveneto. In proposito, abbiamo già ascoltato la Confindustria, la Banca d'Italia e la Consob. Siamo lieti di ascoltare anche la vostra illustrazione.

Do ora la parola al presidente della Confapi, Danilo Broggi.

DANILO BROGGI, Presidente della Confapi. Il ringraziamento che rivolgo alla Commissione non è solo formale ma sostanziale, perché il problema su cui, attraverso questa indagine, intendete indagare è reale. Abbiamo attivato un monitoraggio della situazione nelle nostre imprese associate e il primo dato rilevante che emerge è la dimensione d'impresa coinvolta nell'acquisto del derivato. Dall'indagine svolta sulle imprese del nostro sistema che hanno denunciato l'acquisto del derivato o un problema connesso a tale acquisto, emerge che il 27 per cento di queste imprese hanno un fatturato fino ad un milione di euro. Quindi, la dimensione dell'impresa che ha acquistato il derivato è piuttosto piccola.

L'altro elemento rilevante è la dimensione media del valore del derivato, che è

-----

Pag. 19

-----

di un milione e 270 mila euro (quindi, una dimensione rilevante, soprattutto se posta in relazione alla dimensione delle imprese che hanno sottoscritto lo strumento).

Dal punto di vista quantitativo (numero di imprese coinvolte) vanno invece fatte alcune considerazioni. Innanzitutto, abbiamo monitorato le imprese che si sono denunciate, cioè, che hanno dichiarato un problema, ma siamo perfettamente consapevoli che esiste un numero di imprese che hanno, comunque, sottoscritto il derivato e, per motivi vari, non si sono denunciate o dichiarate rispetto al problema. Quindi, il dato che abbiamo rilevato rispetto all'attuale monitoraggio ci porta a dire che nel nostro sistema vi sono poco meno di 2 mila aziende che hanno sottoscritto derivati, tuttavia, stimiamo - in un campione più vasto che non comprende solo le nostre - in circa 30 mila le aziende che hanno sottoscritto derivati.

Le aziende sono collocate, così come avete precedentemente ricordato (perlomeno le nostre), in particolare nell'area del nord-est. Abbiamo attivato questa azione di monitoraggio per capire sia le dimensioni del fenomeno, sia di che cosa si stava parlando.

C'è comunque un problema, perché la sottoscrizione dei derivati è iniziata, orientativamente, all'inizio del 2000 (inoltre, un altro dato importante, il 95 per cento dei contratti sottoscritti sono sulla copertura dei tassi di interesse e, quindi, solo un 5 per cento è sui tassi di cambio) e le imprese che hanno denunciato il fenomeno nel fare ciò si sono trovate, di fatto, a subire una perdita, che è data dalla differenza tra la copertura del tasso e l'effetto perverso del derivato rispetto, invece, ad un andamento diverso da quello degli indici a cui è collegato e rispetto alle sottoscrizioni dei singoli contratti (perché non sono tutti uguali, essendoci imprese che hanno coperto solo la parte di innalzamento ed altre che hanno coperto anche quella di abbassamento dei tassi, anche con meccanismi diversi). Insomma, sono tutte imprese che hanno, di fatto, rilevato una perdita. Quindi siamo di fronte a questo tipo di problema.

Tra l'altro, stiamo anche monitorando un dato medio della perdita delle imprese che non è ancora arrivato al cento per cento del campione, ma posso anticiparvi (poiché le imprese che finora ci hanno dichiarato il problema rappresentano già un campione significativo) che questo si attesta tra i 500 e 700 mila euro: la media del dato è da 50 a 100 mila, con punte che arrivano anche a 700 mila euro.

**PRESIDENTE.** Quando parla di una cifra da 50 a 100 mila euro si riferisce alla perdita cumulata nel triennio? Posto che questo contratto è stato fatto nel 2001 e che ci si copriva da un tasso variabile con un tasso fisso pensando che quest'ultimo sarebbe salito quando, invece, è sceso, ci ritroviamo, dunque, con una perdita annuale che si cumula in 100 mila euro?

**DANILO BROGGI,** Presidente della Confapi. È la perdita cumulata. Emerge quindi che sicuramente c'è stato, da parte delle banche che hanno venduto derivati, un atteggiamento di leggerezza o di scarsa consapevolezza su che cosa stavano offrendo all'imprenditore.

Il derivato è uno strumento finanziario molto sofisticato, come voi sapete, che è stato venduto ad imprese di piccole dimensioni che, come potete immaginare, non hanno un direttore finanziario; di norma, infatti, il rapporto si svolgeva direttamente tra la banca e l'imprenditore o tra la banca e l'impiegato amministrativo incaricato dei rapporti con essa. Mi corre doverosamente l'obbligo di dire, con onestà, che vi è stato qualche atteggiamento, anche da parte degli imprenditori, di altrettanto scarsa consapevolezza e volontà di approfondire la conoscenza di uno strumento così sofisticato. Secondo noi, tutto ciò ha condotto alla sottoscrizione di questi contratti senza che ci fosse la piena consapevolezza dei reali rischi e delle reali conseguenze, in positivo o in negativo, che la firma dei contratti avrebbe comportato.

Questo elemento ci induce, oggi, a compiere alcune considerazioni. Nel breve, dobbiamo capire in che modo possiamo intervenire rispetto alle imprese che hanno

avuto ed hanno problemi, cioè le imprese che hanno subito perdite e si sono dichiarate in difficoltà. Noi abbiamo avviato una serie di contatti con i singoli istituti tendenti ad affrontare il problema, sia acquisendo un monitoraggio comune e informazioni comuni rispetto agli strumenti, alla contrattualizzazione e agli aspetti negoziali del contratto, sia discutendo circa la volontà del singolo istituto di andare incontro, caso per caso, alle difficoltà delle singole imprese, facendo leva sull'elemento di leggerezza o di scarsa consapevolezza riscontrato anche dal lato della vendita. Caso per caso, perché non è immaginabile trovare una soluzione valida erga omnes o standardizzata per un problema che coinvolge singoli contratti diversi, realtà diverse e situazioni diverse.

Devo affermare che abbiamo riscontrato un atteggiamento positivo, a seguito del quale, evidentemente, ci aspettiamo una conseguente concretizzazione positiva. In particolare, abbiamo immaginato la costruzione di una griglia, la più oggettiva possibile, per esaminare i singoli casi. Dall'esame di questa griglia dovrebbero derivare considerazioni, come ripeto, il più possibile oggettive, in modo tale da attivare, caso per caso, risposte che possano andare da un semplice spostamento in avanti del problema - non la sua soluzione - fino ad atteggiamenti più concreti da parte della banca. Infatti, se in alcuni casi si ipotizza addirittura l'assunzione in carico alla banca della perdita subita dalla società, in altri si ipotizza un finanziamento a tasso zero che permetta all'impresa di superare la perdita subita con una operazione di spostamento in avanti, per così dire, del credito nuovamente concesso.

Un altro elemento rilevante nell'analisi, che testimonia questo grado di leggerezza, è che in molti casi abbiamo notato uno scostamento fra la durata del debito che l'impresa intendeva assicurare per quanto riguarda il tasso e la durata del contratto del derivato. Questo testimonia come non ci fosse consapevolezza. D'altro canto, anche chi vendeva lo strumento finanziario derivato non ha fatto bene il suo mestiere perché questa disfunzione, in alcuni casi, ha generato ulteriori problematiche rispetto a quelle che già il fenomeno ha causato.

In conclusione, sono due le questioni che riteniamo rilevanti. La prima, più generale ma, a nostro avviso, centrale, è che questa vicenda degli strumenti finanziari derivati testimonia come ci sia da lavorare ancora in maniera sostenuta al fine di elevare il rapporto tra banche e piccole imprese da un rapporto asettico, consistente nella mera vendita di servizio di credito, ad un rapporto più consapevole, un rapporto di partnership. Si deve comprendere come l'obiettivo della banca, quello di effettuare impieghi e di effettuarli al meglio, e l'obiettivo dell'impresa, quello di creare sviluppo, in verità siano coincidenti. Come tale, questa logica deve essere l'elemento in base al quale il rapporto possa svilupparsi in maniera più consapevole, attraverso processi non solo di informazione ma anche di formazione e di trasparenza. Non è immaginabile vendere un prodotto finanziario derivato senza prima aver effettuato una serie di passaggi utili a rendere consapevoli i soggetti su come utilizzarli. Infatti, lo strumento finanziario derivato, in sé, può essere assolutamente utile se si è consapevoli di quando deve essere utilizzato e del modo in cui deve esserlo.

Il rischio che noi corriamo oggi, a seguito di questa vicenda, è che la richiesta, da noi più volte inoltrata, di inserire qualche strumento finanziario più moderno nel rapporto fra piccola impresa e banca, oltre al tradizionale fido di cassa o di castelletto, sia definitivamente respinta. È necessaria la consapevolezza che, invece, ciò non deve avvenire e che i percorsi per arrivare a questo risultato devono essere altri. È necessario, altresì, uno sforzo da parte del sistema bancario per effettuare una certa standardizzazione di alcuni strumenti. Non si può immaginare di utilizzare uno strumento usato da una multinazionale proponendolo ad una impresa che fatturi un milione di euro. C'è qualcuno che non ha fatto bene il proprio mestiere. Soprattutto c'è qualcuno che non

---

Pag. 21

---

ha capito in che modo si possa coniugare una finanza di impresa legata a una dimensione piccola di impresa. In questo senso, noi immaginiamo che la risposta al problema non sia di carattere normativo, o unicamente normativo. Noi stiamo ragionando con il sistema bancario perché è stato commesso un errore, che deve essere sanato da tutti i soggetti, con una consapevolezza nuova e con una nuova volontà di scommettere in maniera diversa sullo sviluppo dell'economia del nostro paese che coinvolge i due attori principali, cioè il sistema bancario e il sistema delle imprese, in particolare delle piccole imprese.

Per usare un'immagine cui ho fatto ricorso in altri casi, è come se da oggi in farmacia si vendessero come farmaci da banco betabloccanti, metadone o quant'altro. Il farmacista non ha alcuna responsabilità e il cliente lo acquista perché si tratta di un prodotto da banco. Evidentemente, è mancato il medico che avrebbe dovuto prescrivere la cura informando il paziente di cosa stesse acquistando, di come dovesse utilizzare il medicinale e di quanto medicinale potesse procurargli benefici o, eventualmente, danni.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Broggi per la sua interessante presentazione e invito i colleghi a formulare le loro domande.

MARIO LETTIERI. Ringrazio il presidente della Confapi per la sua esauriente e concisa illustrazione. Vorrei fare una considerazione che ci porta a condividere le preoccupazioni emerse. Il numero delle imprese coinvolte, secondo quanto risulta dall'indagine condotta dalla Consob, è pari a 50 mila unità ed il 60 per cento di queste sono piccole e medie imprese, che non hanno una grande cultura finanziaria.

Le stesse banche avrebbero bisogno di avere allo sportello personale più qualificato, per evitare di vendere con leggerezza prodotti finanziari così complessi e delicati. Ricordo che esiste una richiesta di sanzione a carico degli istituti di credito che hanno operato senza il rispetto delle procedure previste.

PRESIDENTE. Per chiarezza, preciso che la Consob si riferiva alla collocazione dei bond argentini.

MARIO LETTIERI. Sì, ma ormai la materia, tra bond e prodotti derivati, dimostra che esiste una tale complessità che è necessario un intervento del legislatore.

GIORGIO BENVENUTO. Noi abbiamo svolto una serie di audizioni molto interessanti ma anche preoccupanti. La Banca d'Italia soltanto ora sta realizzando una banca dati su questo fenomeno, che ha una dimensione molto vasta e che riguarda il sistema delle imprese e degli enti locali. Ciò rivela la debolezza del nostro sistema di vigilanza e di monitoraggio. Questo sistema è da ancien régime, mentre invece occorrerebbe una maggiore aggressività e fantasia per tenere il passo rispetto ai mercati finanziari esistenti.

Mi colpisce il fatto di non avere dei dati precisi: si tratta di dati vecchi o imprecisi. La Consob ci ha fornito dei dati importanti, ma parziali, anche se la tendenza esistente è quella di essere rassicuranti. Anche se l'80 per cento delle imprese monitorate dalla Consob ha un'esposizione passiva in materia dei derivati, sempre secondo la Consob il complesso dell'esposizione non è così rilevante come potrebbe apparire.

Non riusciamo a capire dove siano concentrati i maggiori problemi, anche se leggendo la stampa specializzata, mi sembra che la maggiore sofferenza sia concentrata in alcune aree geografiche del paese, nelle quale sono state prese delle iniziative. Ad esempio, in Piemonte, ci sono delle aziende che rischiano di fallire e la stessa cosa avviene in Veneto. Avete qualche indicazione più precisa al riguardo?

Vorrei sapere se la Confapi ha aperto, come sembra aver fatto Confindustria, con il sistema bancario, un'indagine che salvaguardi il sistema delle piccole e medie aziende. Il collega Lettieri citava il problema delle piccole e medie imprese, nelle indagini svolte risulta che questo approccio ai derivati è diffuso e che i problemi

---

Pag. 22

---

di sofferenza sono forti. Avete in animo di suggerire alla Commissione dei rimedi da adottare?

PRESIDENTE. Vorrei chiedere una delucidazione: le perdite di cui parlava sono potenziali o sono esborsi di cassa? Se ricorro ad un derivato, che sostituisce un tasso variabile con un tasso fisso, ricevo il tasso variabile dalla banca e pago il tasso fisso e la perdita avviene nel momento in cui si paga la rata. In altri casi invece le perdite si vanno capitalizzando. Vorrei sapere se si tratta di situazioni di natura patrimoniale o situazioni economico-gestionali o se si tratta di entrambe le cose. Questa è una domanda che deriva dall'ignoranza del meccanismo.

DANILO BROGGI, Presidente della Confapi. Rispondendo all'onorevole Benvenuto, il posizionamento della nostra indagine si colloca in particolare nelle province di Vicenza, Verona, Bologna, Parma e Torino. Ci sono anche imprese in Toscana o in Lombardia, ma la parte preminente si trova all'interno di quelle province.

La questione sull'esposizione non ci può trovare d'accordo, perché se il valore in sé del totale dell'esposizione può essere un dato non significativo, stiamo parlando di aziende fino ad un milione di euro di fatturato e quindi l'esposizione per la singola azienda è altamente significativa. Per quanto riguarda il nostro atteggiamento, abbiamo iniziato a ragionare con i singoli istituti, anche sollecitati fortemente dalle nostre realtà territoriali, onde trovare un adeguato matching con gli istituti coinvolti.

Occorre lavorare insieme all'ABI, che in un caso del genere deve anch'essa assumersi le proprie responsabilità. Le faccio un esempio molto semplice: il fatto che si vendano allo sportello strumenti finanziari di questo tipo richiederebbe l'adozione di un codice deontologico o di misure atte a qualificare professionalmente gli addetti a sportello. Alcuni istituti hanno spostato i prodotti derivati a singoli operatori qualificati, che siano in grado di affrontare la tematica in maniera professionale. È nostra intenzione quindi confrontarci con l'ABI in tempi brevi per trovare dei meccanismi che impediscano determinate storture.

La valutazione del derivato viene effettuata attraverso questo meccanismo del mark to market, quindi determinando il valore attualizzato rispetto all'andamento degli indici. Occorre tenere conto del fatto che nella contabilizzazione attuale non compare il valore del derivato, mentre appare il costo dell'operazione, anche se nella nuova struttura contabile IAS questo dovrà essere definito. Anche se quello di oggi non è un problema strettamente contabile, è comunque riconducibile ad una situazione debitoria che l'impresa ha nei confronti delle banche. Di fatto, quest'ultima si materializza al momento della perfezione del contratto ed in quel momento presenta il valore attualizzato del valore del derivato, o meglio degli indici a cui esso è riferito rispetto alla copertura del tasso di interesse.

Difatti, non una soluzione, ma un palliativo già adottato in alcuni casi è quello di «allungare» la vita del derivato, al fine di evitare questo meccanismo della valorizzazione attualizzata. Non è la soluzione del problema, perché, anzi, significa procrastinarlo, determinando, tra l'altro, una serie di rischi non facilmente prevedibili. È quindi un problema complesso, gli strumenti sono complessi ed i singoli casi non sono facilmente riconducibili a logiche comuni.

Noi facciamo quindi leva in modo incisivo sul senso di responsabilità delle banche e sulla consapevolezza che quanto è accaduto rappresenta un pericoloso incidente, almeno se ci si pone nella logica di quel rapporto con le piccole imprese che tutte le banche intendono avere: basti guardare allo slogan ricorrente «la banca per la piccola impresa»! In realtà, ci confrontiamo con questo «brutto» incidente, rispetto al quale ci auguriamo che l'assunzione di responsabilità da parte delle banche non sia soltanto utile, caso per caso, nel trovare strumenti attraverso i quali mitigare le perdite avute, risolvendo

---

Pag. 23

---

i problemi congiunturali di queste aziende, ma anche per creare, più in generale, le condizioni per rilanciare un rapporto che, sia pure in sintesi, ho cercato di tratteggiare dinanzi a questa Commissione.

**PRESIDENTE.** Ringrazio i rappresentanti della Confapi auditi. Mi sembra di poter dire, in conclusione, che il problema è serio, ma che lo strumento dei derivati non deve essere demonizzato, perché può rappresentare un utile complemento; inoltre, non emerge, almeno in questo momento, la necessità di un intervento legislativo, bensì l'esigenza di esercitare una pressione che valga ad indurre le parti ad agire con maggior consapevolezza, in particolar modo il sistema bancario. Dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 13,40.



COMMISSIONE VI  
FINANZE  
Resoconto stenografico

INDAGINE CONOSCITIVA

---

Seduta di martedì 18 gennaio 2005

---

Pag. 3

---

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE GIORGIO LA MALFA

La seduta comincia alle 10.

(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso impianti audiovisivi a circuito chiuso.  
(Così rimane stabilito).

Audizione dei rappresentanti dell'ABI.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, l'audizione dei rappresentanti dell'ABI. Vorrei formulare, a nome della Commissione, i migliori auspici di una pronta guarigione al presidente dell'Associazione Sella, coinvolto, nella giornata di ieri, in un incidente stradale. Darei quindi la parola al dottor Domenico Santececca, responsabile dell'area mercati, ringraziando gli altri rappresentanti dell'ABI intervenuti.

DOMENICO SANTECECCA, Responsabile area mercati dell'ABI. Vorrei in primo luogo ringraziare la presidenza, e la Commissione nel suo insieme, per l'invito rivolto all'ABI a partecipare a questa audizione. Un ringraziamento particolare vorrei rivolgere, a nome dell'industria finanziaria e, in particolare, da parte delle banche, per aver avviato questa indagine che, da quanto

sino ad oggi è emerso, ritengo contribuisca a fare chiarezza su un fenomeno rispetto al quale è necessario portare a conoscenza di tutti gli elementi sostanziali di cui si compone.

Abbiamo predisposto un documento che lasceremo all'attenzione della Commissione: esso presenta una struttura che parte dall'analisi dei finanziamenti alle imprese, in particolare a quelle piccole e medie, e successivamente descrive gli strumenti finanziari derivati, traendo infine alcune conclusioni finali. Nello svolgimento della mia comunicazione, che sarà una sorta di «chiacchierata», seguirò tale schema.

Preliminarmente, tuttavia, vorrei scusarmi con il presidente della Commissione, dal momento che abbiamo constatato che alcuni dei dati che vi illustreremo sono stati riportati da alcuni giornali. Si tratta di dati apparsi su Il Sole 24 ore e su Milano finanza e contenuti nel nostro documento.

Ci dispiace di questa anticipazione, che non vuole essere una mancanza di cortesia nei riguardi della Commissione, ma purtroppo abbiamo lavorato al di fuori dei nostri uffici con qualche operatore, al fine di essere maggiormente incisivi sull'argomento.

Ritengo opportuno cominciare la mia comunicazione facendo qualche riferimento al rapporto tra banche e imprese. Si tratta di un rapporto complesso, come è ben noto, che non interessa esclusivamente la parte relativa alla concessione del credito, anche se quest'ultima indubbiamente è quella maggiormente rilevante. Le imprese necessitano, nell'ambito della propria attività, di finanziamenti; il credito bancario, nonostante negli ultimi anni il ricorso

---

Pag. 4

---

diretto al mercato sia cresciuto anche attraverso attività di private equity, piuttosto che di venture capital, resta sicuramente centrale, soprattutto per quanto riguarda le piccole e medie imprese. A giugno 2004, la consistenza dei finanziamenti del sistema bancario alle imprese è di 640 miliardi, dei quali 293 sono nei confronti delle piccole e medie imprese. Il fenomeno, anche se di dimensioni molto più contenute, ha una sua incidenza anche per il finanziamento nei confronti degli enti locali. L'esposizione è di 31 miliardi di euro, ma rappresenta il 50 per cento dell'esposizione del debito complessivo degli enti locali, mentre la restante parte del 50 per cento viene erogata agli enti locali da parte della Cassa depositi e prestiti.

Le forme di finanziamento sono diverse; in ogni caso, quando l'impresa ricorre ad un finanziamento, prevalentemente a medio o a lungo termine, corre essenzialmente due rischi: il rischio di tasso, ovvero quello legato ad una sua evoluzione o crescita - questo vale prevalentemente per i crediti che sono stipulati a tasso variabile - ed il rischio di cambio per quei crediti stipulati in valuta o per quei flussi finanziari conseguenti all'attività commerciale dell'impresa.

Sotto questo profilo, l'obiettivo dell'impresa che si sta finanziando a medio o a lungo termine non è soltanto quello di avere un finanziamento a condizioni adeguate di mercato, ma anche quello di poter avere certezza sulle rate, e quindi sugli oneri, che in futuro dovrà pagare. Questo è tanto più vero quanto più complesso è il mercato di riferimento, soprattutto a seguito della globalizzazione e dei nuovi strumenti finanziari. Ciò significa che un'impresa che si «copre» da questo insieme di rischi è certamente un'impresa che opera bene.

Se questa è la situazione, lo strumento dei derivati inteso in senso generale è quello più adatto per garantirsi da questo tipo di rischio. Da tempo, la funzione positiva dei derivati in quanto strumenti finanziari, viene riconosciuta dalla teoria economica sia come elemento di copertura sia come elemento di informazione sull'andamento del mercato. Stipulando e contraendo dei derivati ci si

vuole «immunizzare» dai rischi verso situazioni o andamenti avversi, per esempio prevalentemente legati all'evoluzione dei tassi di interesse o del tasso di cambio.

Il fenomeno dei derivati non è un fenomeno esclusivamente italiano, bensì di dimensioni mondiali.

Esso presenta un'evoluzione sempre più complessa: non è un caso che la stessa recente normativa comunitaria, la direttiva n. 2 sui servizi di investimento, compie a nostro avviso uno sforzo

importante nell'individuare le diverse tipologie di prodotti derivati, sforzo che la direttiva n. 1 sui servizi di investimento risalente al 1993 - quindi non molto tempo addietro - non aveva compiuto, non per pigrizia del legislatore, bensì perché il contesto del mercato era completamente diverso.

Dobbiamo tenere presente che quando si parla di prodotti derivati ci si trova di fronte ad una situazione variegata piuttosto complessa. Possiamo affermare che in sostanza esistono due categorie di prodotti derivati: prodotti derivati a struttura semplice e prodotti derivati strutturati. Questi ultimi sono costituiti da un insieme di prodotti derivati di base. Normalmente si ricorre al prodotto derivato strutturato per rispondere in maniera più coerente e completa alle esigenze del cliente, siano esse esigenze di prezzo siano esse esigenze di natura finanziaria; tendenzialmente si ricorre al prodotto strutturato per limitarne il costo e per limitare la copertura agli eventi che più probabilmente si ritiene possano verificarsi, eliminando dalla copertura quegli eventi la cui copertura determinerebbe comunque un costo che la scarsa probabilità che si verifichino rende superfluo.

Il ricorso ai prodotti derivati come strumento di copertura è un fenomeno mondiale, lo dettagliano e lo documentano in maniera evidente le audizioni svolte in precedenza in questa sede, in particolare quelle della Banca d'Italia e della Consob. Sotto tale profilo la situazione dell'Italia è una situazione coerente con quella del resto del mercato. I dati della Banca dei

---

Pag. 5

---

regolamenti internazionali - l'istituzione che ha maggior conoscenza di questo fenomeno in quanto opera delle rilevazioni trimestrali su 44 paesi, avendo come riferimento per ogni paese un gruppo di intermediari finanziari che gli forniscono segnalazioni periodiche - riguardanti l'Italia indicano che in questo settore l'attività dei nostri intermediari rappresenta circa il 3 per cento del mercato.

Volendo si può affermare che nel nostro paese vi è un considerevole margine di crescita per questo tipo di attività finanziarie. Questo margine di crescita si può riscontrare anche prendendo in considerazione un dato riportato dalla Banca d'Italia che «quantifica l'esposizione delle banche al rischio di controparte derivante dai derivati collocati presso le imprese nella misura dell'un per cento del totale del rischio di controparte verso le imprese». Un paese come la Francia, l'unico con un dato paragonabile al nostro, vede un'esposizione delle banche pari al 3 per cento e il FMI considera questo dato modesto. Elenco questi dati per dimostrare che in fondo l'attività in derivati in Italia presenta un trend di crescita piuttosto lento se paragonato agli altri paesi; le interpretazioni date piuttosto diffusamente di una forte pressione sulle imprese e gli altri soggetti economici per intraprendere questo tipo di operazioni non mi sembra siano confortate dai dati.

Un'area importante su cui vale la pena svolgere alcune considerazioni è costituita dalle modalità di negoziazione di queste operazioni, dal ruolo delle banche e dalle esigenze delle imprese.

Innanzitutto occorre ricordare che esistono due tipi di mercato: regolamentati e non regolamentati (OTC). L'intermediario professionale che negozia operazioni di mercato in derivati normalmente lo fa presso gli OTC per grandi importi in quanto si tratta di mercati all'ingrosso. La funzione della banca è quella di compiere operazioni di notevole importo frazionandole poi in piccole contropartite

dirette nei confronti della clientela, svolgendo in sostanza una intermediazione di tipo professionale evitando all'impresa di cercare sul mercato prodotti confacenti alle proprie necessità di difficile reperimento.

Le operazioni in derivati sono normalmente classificate in due tipologie: quelle standardizzate, negoziate esclusivamente sui mercati regolamentati (futures) e quelle negoziate prevalentemente sui mercati non regolamentati (opzioni e swap). Sono queste le attività che interessano l'operatività posta sotto osservazione da questa indagine. La differenza principale fra queste due operazioni, che assolvono però alla stessa funzione e hanno la stessa ragione economica per chi le pone in essere, è che mentre chi stipula un contratto di opzione ottiene in pratica gli stessi effetti di un contratto di assicurazione, in quanto pagando un premio ci si immunizza da un rischio, per quanto riguarda lo swap la logica è un po' diversa. Questa, infatti, è un'operazione attraverso cui il cliente cambia il proprio profilo di rischio, come accade ad esempio quando si trasforma il tasso di riferimento del proprio indebitamento da variabile a fisso. Entrambe le operazioni hanno certamente la motivazione fondamentale, anche se lo fanno con tecniche finanziarie diverse: tutelarsi da una variazione in negativo dei tassi. Il ruolo della banca in queste operazioni è quello dell'intermediario professionale, mentre l'esigenza dell'impresa è quella di coprirsi da eventuali rischi futuri; la banca soddisfa questa esigenza gestendo il rischio, acquisendolo in proprio o trasferendolo ad un soggetto, in tal modo facendo incontrare la domanda con l'offerta. Il bene di questa operazione di mercato è dato dal rischio: l'impresa se ne vuole liberare, la banca opera in modo tale che un altro soggetto lo acquisisca.

Quando l'operazione in derivati comporta un esborso in denaro questo non va interpretato come un ricavo o un profitto per l'intermediario finanziario, perché la banca per immunizzarsi dal rischio assunto ha compiuto un'operazione di segno opposto, quindi se ha un ricavo da una parte, ha un'uscita dall'altra. La ragione economica della banca, che naturalmente non è un istituto di beneficenza, risiede

---

Pag. 6

---

nella commissione o nel mark up, ossia nella differenza tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita. Per cercare di comprendere quali siano l'entità e l'insieme delle caratteristiche del fenomeno, abbiamo svolto un'indagine sui primi sette gruppi bancari che, in termini di attivo di bilancio, rappresentano il 40 per cento. Possiamo dire, avendo letto le comunicazioni - copiose di dati - rese nelle precedenti audizioni da Consob e Bankitalia, che i nostri dati sono coerenti con quelli esposti da questi soggetti, salvo la differenza dei campioni. La Consob ha effettuato infatti la sua indagine su dieci banche, mentre Bankitalia l'ha effettuata in buona sostanza su tutte le banche, sulla base dei dati che riceve dalle segnalazioni legate all'attività di vigilanza. Le differenze esistenti tra le due analisi sono essenzialmente da ricondursi a tali profili.

Un primo dato importante è costituito dal fatto che il ricorso a contratti derivati è stato effettuato prevalentemente per copertura, ricorrendo a contratti swap o di opzione, rispetto all'evoluzione di tassi di interesse e per garantirsi dal rischio di tasso di cambio.

Non abbiamo una percentuale precisa circa l'entità della ripartizione fra i due rischi; i dati della BRI ci dicono che a livello globale l'88 per cento è rappresentato da contratti per copertura relativa ai tassi di interesse, mentre il restante 12 per cento è relativo alla copertura per rischi legati al tasso di cambio. Non posso dire con certezza che la nostra ripartizione sia la stessa, ma sicuramente la

copertura relativa ai rischi legati ai tassi di interesse rappresenta il rationale economico, e quindi il motivo prevalente.

Le operazioni sono state effettuate prevalentemente nel periodo 2000-2004 e la principale ragione è rappresentata dal fatto che le previsioni che in quel momento si facevano erano unanimi nel ritenere possibile - nel documento sottoposto alla vostra attenzione vi è un'analisi attenta anche agli aspetti economici - un andamento crescente dei tassi di interesse. Ciò non è avvenuto e pertanto chi aveva operato in quella direzione registra, per le caratteristiche e le ragioni prima ricordate con riferimento ai prodotti derivati, una posizione negativa.

Tornando ai dati relativi al fenomeno, secondo la nostra indagine relativa ai sette gruppi bancari che coprono circa quarantamila imprese clienti - le nostre sono leggermente inferiori: 36.769 imprese, mentre la Consob parla di 40 mila - la percentuale di questo campione rispetto al totale delle imprese rappresenta circa l'1 per cento.

La dimensione media del fatturato dell'impresa è di circa 8 milioni di euro ed è quindi giusto ritenere che queste siano medie imprese.

Le quarantamila imprese clienti delle nostre sette banche, che rappresentano una percentuale di circa il 75 per cento del mercato dei derivati, costituiscono l'uno per cento del totale delle piccole e medie imprese (solo una su 100 quindi ha contratto prodotti derivati).

Queste piccole e medie imprese hanno mediamente un fatturato di 8 milioni di euro, ovvero 16 miliardi delle vecchie lire.

L'ammontare medio dei finanziamenti erogati è di 1,1 milioni di euro; la quota coperta di questo finanziamento è mediamente il 40 per cento. Per esempio, se come banca ho effettuato un indebitamento di 100, l'ho «coperto» con prodotti derivati avverso il rischio di tassi di interesse piuttosto che di rischio di cambio per il 40 per cento. Si tratta di una percentuale di sana e prudente gestione.

Abbiamo inoltre chiesto alle banche se le imprese clienti potessero essere considerate, ai fini della normativa Consob, operatori qualificati. Ebbene, per il 91 per cento le nostre banche ci hanno risposto di aver considerato le imprese, ai fini della normativa Consob, quali operatori qualificati. Il numero dei contratti conclusi sui derivati si aggira sui 70 mila; il valore nozionale, ovvero il valore del bene sottostante, è di circa 90 miliardi di euro. Abbiamo inoltre chiesto alle banche quale fosse, secondo la loro valutazione, la percentuale di contratti stipulati per ragioni di «copertura». Ebbene, questa supera il

---

Pag. 7

---

90 per cento (90,83 per cento per l'esattezza) e vi è quindi una piccola percentuale rispetto alla quale non emerge immediatamente il rationale finanziario della copertura; quindi vi potrebbero essere ragioni diverse.

Il valore nozionale di tutti gli strumenti derivati presso il sistema bancario nazionale è di 4.367 miliardi che, se rapportati ai 90 mila che costituiscono il nozionale complessivo dei derivati, equivale ad una percentuale del 2 per cento.

Per quanto riguarda la normativa relativa allo status di operatore qualificato dell'impresa, non mi ripeto sulla differenza del grado di tutela tra operatore qualificato o non qualificato. Come ho detto, il 91 per cento delle imprese clienti del nostro campione è stato ritenuto operatore qualificato ed abbiamo letto che, nel corso dell'intervento presso questa Commissione da parte della Confindustria, quest'ultima auspicava in buona sostanza una più puntuale regolamentazione, anche

in una logica di autoregolamentazione, che si introducessero parametri di tipo oggettivo per l'attribuzione dello status di operatore qualificato.

Premesso che dalla nostra indagine risulta anche che, una volta individuato l'operatore come qualificato, il rapporto riguarda poi diversi aspetti concernenti un numero più ampio di indici economici, a livello europeo, la cosiddetta direttiva Mifid prevede l'introduzione di un criterio di questo genere, al di sotto e al di sopra del quale si è inseriti o meno nella categoria di operatore qualificato. Valuteremmo positivamente il fatto che questa impostazione possa essere anticipata in una logica di autoregolamentazione.

Un altro elemento che abbiamo cercato di investigare, ritenendolo importante, è quello dei reclami. Tenendo conto comunque che esiste sempre un rapporto in essere i reclami rappresentano meno dell'1 per cento del totale dei rapporti in essere, inoltre ci è stato segnalato un solo caso di contenzioso. Da questo punto di vista si tratta di dati risibili, ma trovano conferma nei dati forniti dalla Consob, che ha parlato di 30 casi di esposti verso la Commissione su 9 mila complessivi. Un ulteriore aspetto che vorrei affrontare è quello della rinegoziazione, perché si è parlato in maniera negativa del fatto che i contratti nel corso della loro durata possano essere rinegoziati. Di fatto la rinegoziazione avviene, anche se noi non abbiamo dati precisi. La Banca d'Italia afferma che i contratti rinegoziati ammontano a circa il 20 per cento del totale dei contratti in essere.

Normalmente la rinegoziazione avviene quando per il cliente il contratto diventa insostenibile o quando esistono margini di miglioramento delle condizioni; peraltro, poiché la rinegoziazione presuppone la chiusura del vecchio contratto e l'apertura di un nuovo contratto, se la chiusura del vecchio contratto viene fatta in una situazione negativa normalmente è richiesto l'esborso di denaro. Anche in questo caso viene in aiuto il prodotto derivato strutturato; si creano infatti operazioni di upfront che prevedono un'erogazione di denaro nei confronti del cliente che serve a pagare la chiusura del vecchio contratto, si tratta comunque di un fenomeno complessivamente limitato e quando viene utilizzato ciò avviene nell'interesse del cliente.

Vorrei svolgere ora alcune considerazioni sul mark to market. Di fatto esso è il valore attualizzato dei flussi finanziari futuri del contratto a carico o a vantaggio del cliente. La Consob nella sua audizione ha quantificato il mark to market in 4 miliardi di euro; questa cifra è stata ripresa dai giornali in senso negativo in quanto si è parlato di buchi di bilancio effettivi. Credo quindi sia utile svolgere qualche considerazione al riguardo.

Innanzitutto si tratta di un dato che noi consideriamo coerente con il mercato; la Banca d'Italia arriva a quantificare 4,8 miliardi di euro proprio perché il campione preso in considerazione dalla Banca d'Italia è più ampio. Gli stessi dati della Consob ci dicono che questi 4,16 miliardi di euro sono riferibili alle piccole imprese per 600 milioni di euro, alle medie per un miliardo e 750 milioni e alle grandi imprese

---

Pag. 8

---

per un miliardo e 450 milioni di euro. Noi non abbiamo focalizzato l'analisi sulle grandi imprese in quanto abbiamo ritenuto che esse non rappresentassero l'oggetto principale dell'indagine, tuttavia non possiamo non far notare come l'andamento del mark to market è identico a quello delle piccole; ciò a dimostrazione del fatto che l'interpretazione del mercato e l'esigenza di copertura era analoga sia per le grandi, che hanno tendenzialmente una conoscenza maggiore ed una capacità di interpretare i fenomeni del mercato maggiore delle piccole, sia per le piccole e medie imprese, non vi è quindi differenza di comportamento in relazione alle dimensioni. Alle imprese occorre

aggiungere la quota in capo agli enti locali che è pari a 390 milioni di euro. La Consob ha affermato che qualora venissero chiusi tutti i contratti si avrebbe una perdita effettiva di 4 miliardi di euro; prospettare un'ipotesi del genere è sicuramente corretto, ma in pratica non ha alcun significato reale; peraltro ipotizzando che la durata media dei contratti sia di 4 anni, la perdita risulterebbe di circa un miliardo l'anno, ossia 88 milioni di euro al mese, che ripartiti per 40 mila clienti significa una perdita di 2200 euro al mese, cifra che per un'impresa non rappresenta un elemento di difficoltà per l'equilibrio dei conti.

Abbiamo cercato di calcolare anche che cosa significa uscire dal contratto in termini di percentuali e abbiamo constatato che si avrebbe una penalizzazione intorno al 3 per cento.

Ipotizzando che questi 4 miliardi di euro fossero il mark to market negativo di un contratto di swap a 12 mesi con durata residua di 4 anni ad un tasso di mercato, abbiamo constatato che al variare di 25 basis point, il tasso di interesse, il mark to market di 4 miliardi di euro varia di un miliardo; pertanto se i tassi di interesse aumentassero di un punto percentuale tale perdita si annullerebbe, anche se naturalmente la variazione vale anche in senso contrario.

L'attività in derivati degli enti locali è più recente e rientra in una logica di gestione più evoluta del portafoglio e della situazione finanziaria degli enti. Occorre dire che dopo un periodo di autogestione è stata varata una normativa, che nell'interesse degli enti, ma anche delle banche, introduce chiarezza nei rapporti, pertanto attualmente ci troviamo in una situazione considerata soddisfacente sotto il profilo regolamentare. Gli enti interessati da questi contratti sono 831, quindi circa il 10 per cento del totale. L'ammontare medio dei finanziamenti è di 80 milioni di euro e la percentuale del finanziamento coperta da derivati è analoga a quella dell'impresa, cioè intorno al 40 per cento. Il numero dei contratti è di 1143 ed il valore nozionale complessivo è di circa 15 milioni di euro, mentre il valore medio è di 12 milioni di euro; naturalmente gli enti locali più grandi hanno numeri finanziari molto più elevati della media delle imprese. La situazione degli enti non presenta quindi particolari ombre.

Credo che uno degli aspetti che ha fatto emergere il problema della contabilizzazione di questi prodotti sia stata proprio la riflessione che le imprese hanno cominciato a fare nella logica dei nuovi principi contabili che impongono la valutazione al fair value (valore di mercato). Noi consideriamo questo passaggio assolutamente positivo in quanto una corretta valutazione consente una corretta contabilizzazione, che rappresenta il presupposto per una corretta informazione sia per l'impresa sia per il mercato, ivi comprese le banche.

Questa percezione, o meglio - consentitemi di dire - l'enfasi data a tale fenomeno sia sugli organi di stampa sia da parte della Commissione, è sicuramente un elemento positivo, che ci consente di comprendere ed analizzare meglio il fenomeno stesso.

In questa logica, le richieste pervenute dalla Confindustria e dalla Confai e tese a che nell'ambito dei rapporti fra banche e imprese vi sia maggiore chiarezza, non possono che essere condivise, come pure non possiamo non condividere l'auspicio formulato dagli organi di vigilanza, Consob e

Bankitalia su tutti, di un rafforzamento sotto il profilo organizzativo della relazione tra banche ed imprese.

In questa direzione, si muove, come la Commissione saprà, un accordo che, a fine novembre, l'ABI ha sottoscritto con la Confindustria e che ha toccato diversi aspetti, ivi compreso quello della trasparenza del rapporto.

In conclusione, il fenomeno monitorato è, dal nostro punto di vista, il risultato del libero dispiegarsi delle forze del mercato; quindi, come tutte le attività, vi sono margini di miglioramento in termini di operatività, ma non evidenzia punti particolarmente critici.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Santececca per la sua esposizione ricca di dati, che noi dovremo studiare a fondo, confrontandoli con quelli forniti da altri soggetti, come la Banca d'Italia e la Consob. Do ora la parola ai colleghi.

MAURIZIO LEO. Vorrei associarmi alle valutazioni espresse dal presidente nel ringraziare per l'utile inquadramento delle notizie che il dottor Santececca ci ha cortesemente fornito. Vorrei svolgere un'ulteriore considerazione connessa alla contabilizzazione dei derivati alla luce degli IAS. Sappiamo bene che i principi contabili internazionali - mi riferisco in particolare al principio contabile internazionale n. 39 - stabiliscono un diverso assetto rispetto al passato in ordine alla contabilizzazione dei derivati. In precedenza si poteva contabilizzare un derivato a fronte della massa globale degli asset patrimoniali - mi riferisco alle poste di debito e credito; ora invece occorrerà farlo, e potranno quindi farsi scaturire conseguenze sul conto economico del derivato, solo a fronte di una specifica connessione con quella attività.

Ci spostiamo quindi da un'impostazione di derivato collegato alla massa degli asset ad una impostazione nella quale un derivato è collegato al singolo asset.

In relazione a quanto lei diceva, vorrei chiederle quali potrebbero essere le conseguenze in termini di ricaduta anche sui livelli di capitalizzazione della impresa banca.

Mi spiego meglio: che cosa succede nel momento in cui adotto un meccanismo di valutazione degli assetti di bilancio fair value, non più quindi connesso a costi storici, ma legato ai valori correnti di mercato, nel momento in cui non ho più come contropartita contabile una posta che «fronteggia» l'incremento di valore? In precedenza, attraverso rivalutazioni e svalutazioni io ero in grado di compensare le due componenti; adesso, potrò avere soltanto rivalutazioni, a meno che non abbia un derivato che specificamente si riferisce a quell'asset.

Ciò comporta un risultato di esercizio più rilevante: il conto economico si implementerà dell'utile afferente a quella rivalutazione, con conseguenze anche sui livelli di capitalizzazione e di patrimonializzazione. Infatti, per effetto della non deducibilità della posta, avrò un incremento del patrimonio conseguente all'imputazione della rivalutazione.

Primo problema: cosa succede sui dividendi? Dal momento che esiste un decreto legislativo, attuativo dell'articolo 25 della legge comunitaria, che prevede che l'eventuale distribuzione di dividendi sugli strumenti finanziari è consentita, io mi chiedo se la distribuzione dei dividendi su strumenti finanziari è consentita e quando lo strumento finanziario è quotato nei mercati regolamentati e quando questo non è quotato in tali mercati.

Se abbiamo ben presente la disposizione dell'articolo 6 del decreto legislativo attuativo dell'articolo 25 della legge comunitaria, in quella sede si prevede che i plusvalori derivanti da una diversa contabilizzazione tra gli asset e i costi non sono distribuibili. Possono essere «accantonati» a riserva e non formano oggetto di distribuzione ai soci, fatta eccezione per quelli derivanti da operazioni di copertura e da strumenti finanziari.

In questi casi, se dovessi distribuire un dividendo relativo a queste operazioni, potrei farlo quando lo strumento finanziario è negoziato nei mercati o anche quando questo non è negoziato nei mercati?

---



-----

L'aspetto è rilevante perché, come voi sapete, in base alla norma di legge, indipendentemente dalla natura dello strumento finanziario, io posso distribuire i dividendi. Secondo un'interpretazione che io ritengo condivisibile, ovvero quella dell'Organismo italiano di contabilità (OIC), soltanto quando lo strumento finanziario è quotato nei mercati regolamentati è possibile effettuare questa operazione, perché siamo in presenza di parametri certi.

In caso contrario, la valutazione sarebbe rimessa ai criteri valutativi dell'amministratore. Vorrei quindi che fossero chiarite tutte le ricadute collegate alla distribuzione dei dividendi, a seguito delle rivalutazioni necessarie derivanti dall'applicazione del criterio del fair value, e quelle relative alla politica dei dividendi.

MARIO LETTIERI. Vorrei anch'io ringraziare gli auditi per la puntuale illustrazione di una situazione che ha preoccupato non poco, almeno dalle notizie riportate sugli organi di stampa, il mondo delle imprese, indipendentemente dal numero dei ricorsi.

In primo luogo, occorre evidenziare che si tratta di una materia controversa rispetto alla quale, a mio avviso, il nodo reale è rappresentato dallo status di operatore qualificato. L'assenza di cultura finanziaria, che riguarda le piccole e medie imprese che rivestono questa qualificazione, è un dato incontestabile. Pertanto, esiste soprattutto quel rapporto di fiducia con le banche, che accettano l'autocertificazione, in un certo senso, sulla qualificazione delle imprese.

A mio avviso, questo è ancora più preoccupante per quanto riguarda gli enti locali; rispetto a quanto da lei affermato con riferimento ad un trend di crescita del ricorso a questi prodotti derivati da parte degli enti locali, non si ritiene utile non considerarli alla stregua di operatori qualificati? Dai dati a mia disposizione, non vedo questa possibilità per un comune o una provincia. Con ogni probabilità, le grandi regioni potranno farlo perché avranno le professionalità necessarie per effettuare valutazioni corrette.

Vorrei che lei esprimesse un suo giudizio su tale profilo; infine, vorrei che lei si pronunciasse sul rapporto tra banche e imprese, dal momento che non conosco i contenuti degli accordi recentemente stipulati tra ABI e Confindustria: si tratta di un profilo che rappresenta anch'esso un nodo centrale del disegno di legge sul risparmio che ci accingiamo ad approvare.

PRESIDENTE. Onorevole Lettieri, si tratta ovviamente di un auspicio!

MARIO LETTIERI. Nonostante l'incontro tra il Presidente del Consiglio ed il governatore della Banca d'Italia, io sono ottimista e penso che l'autorevolezza e l'indipendenza di questo Parlamento farà giustizia di tutte le questioni!

PRESIDENTE. Vorrei aggiungere che non abbiamo ancora sentito su questa materia il direttore generale del Ministero dell'economia che si occupa del settore enti locali, ma dovremmo farlo nei prossimi giorni. Ci è stato comunque detto che alcune di queste operazioni sui derivati degli enti locali prevedono un incasso di liquidità nell'immediato da parte dell'ente locale a fronte di un flusso di cassa diluito nel tempo. Ci è stato detto che ciò determina un forte incentivo per il piccolo ente locale ad indebitarsi, spinto dalla possibilità di un incasso immediato che può rispondere a delle esigenze finanziarie vicine scaricando un rilevante indebitamento futuro sulle gestioni successive.

Poiché non ho compreso bene come funziona il meccanismo, le sarei molto grato se potesse chiarirmelo.

DOMENICO SANTECECCA, Responsabile area mercati dell'ABI: Da questo punto di vista il mercato tende a risolvere le esigenze degli operatori che si rivolgono ad esso; gli enti locali in passato affrontavano situazioni in cui le esigenze di finanziamento e la rigidità del proprio bilancio rispetto ad esse rendevano i derivati strutturati

---

Pag. 11

---

appropriati come strumenti atti a risolvere questo tipo di problema. Il ricorso ai derivati è stato finalizzato ad una più evoluta e dinamica gestione degli asset del bilancio degli enti. Il fenomeno prospettato dal presidente si è verificato effettivamente nell'ambito di queste operazioni realizzate con i derivati. Le cosiddette operazioni upfront, composte da più operazioni in derivati, consentono dal punto di finanziario di mettere in piedi un'operazione finalizzata a creare della liquidità che verrà poi rimborsata più avanti nel tempo. Nell'ambito dei prodotti derivati quelli upfront, che prevedono l'erogazione di denaro nei confronti di chi richiede l'operazione nel momento in cui vengono stipulati, sono abbastanza ordinari, la ragione per cui gli enti hanno fatto ricorso ad essi deriva dalla esigenza di superare i vincoli di bilancio piuttosto forti a cui devono sottostare.

PRESIDENTE. Immaginiamo un'operazione specifica: un comune ha un debito a tasso variabile per i prossimi dieci anni e voglio trasformarlo in un debito a tasso fisso nell'ipotesi che in futuro i tassi saliranno di molto; vado da una banca che mi permette di mettere in piedi questo tipo di operazione. In che modo essa può generare un upfront? Come fa la banca a garantire agli amministratori del comune una liquidità immediata sulla base di questo tipo di operazione?

PIERLUIGI ANGELINI, Responsabile settore finanza dell'ABI. Ciò è possibile perché nei cosiddetti derivati complessi intervengono diversi strumenti finanziari, come in un mosaico. Nel suo esempio si parte da un semplice swap, mentre in un derivato complesso intervengono le opzioni. Generalmente la tecnica utilizzata è quella di creare delle opzioni che, sembra paradossale, vengono vendute dall'ente locale alla banca; ecco il motivo per cui il comune incassa delle somme nell'immediato. Fondamentalmente il meccanismo è questo, anche se naturalmente queste operazioni sono gestite ad un livello matematico abbastanza complesso: anziché essere la banca a vendere qualcosa all'ente locale, è quest'ultimo che riesce a vendere un prodotto alla banca; ovviamente tale operazione è neutralizzata con la vendita da parte della banca all'ente locale di qualcos'altro.

DOMENICO SANTECECCA, Responsabile area mercati dell'ABI. Nell'upfront l'esigenza è quella di mettere in piedi una nuova operazione che consenta la chiusura della vecchia, in quanto tale chiusura richiede un esborso. Nel caso degli enti locali l'esigenza era quella non solo di coprirsi da

un rischio, ma di poter disporre anche di una liquidità immediata. La tecnica finanziaria in derivati consente di mettere in piedi operazioni di questo tipo.

Sempre rimanendo nell'ambito degli enti, la mia opinione è che all'interno dei maggiori enti locali il responsabile del bilancio possa essere considerato un operatore qualificato, concordo però con l'idea che sia assolutamente fondamentale che il comportamento e la normativa consentano di collocare i qualificati in un'apposita area e i non qualificati in un'altra. Devo dire che le banche, pur potendo contare sulle autocertificazioni delle imprese che si considerano qualificate, come richiesto dall'attuale normativa, verificano in maniera approfondita se esistano effettivamente le qualità dichiarate.

A giorni uscirà un documento sull'applicazione per le banche dei nuovi principi contabili IAS e sarà mia premura farlo pervenire alla Commissione. Il vero valore di questi nuovi principi è quello di aver imposto una maggiore chiarezza del bilancio, imponendo una valutazione in base al valore di mercato. Non posso addentrarmi nella complessità di questa innovazione concettuale che tocca diversi aspetti, compreso quello, su cui l'onorevole Leo ha giustamente posto l'accento, della distribuzione dei dividendi. Faccio presente tuttavia che il fair value è un criterio veritiero ed immediato di valutazione quando esiste un mercato liquido, mentre in presenza di un mercato asfittico esso perde queste qualità.

---

Pag. 12

---

MAURIZIO LEO. A beneficio del documento che state predisponendo vorrei far presente che esiste un problema serissimo nella fase di avvio dei principi IAS.

Infatti, per effetto della svalutazione dei crediti, a fronte dei quali vi sono strumenti derivati, vi sono fenomeni di sottocapitalizzazione e di sottopatrimonializzazione delle banche. Occorrerà quindi pensare a livelli di ripianamento di queste sottocapitalizzazioni; sotto questo profilo, inviterei ad effettuare delle opportune riflessioni sull'argomento.

DOMENICO SANTECECCA, Responsabile area mercati dell'ABI. Il problema della valutazione dei crediti è questione, sotto questo profilo, molto importante. In senso generale, il livello di capitalizzazione e di patrimonializzazione del sistema ci lascia abbastanza tranquilli.

PRESIDENTE. Nel ringraziare il dottor Santececca e gli altri rappresentanti dell'ABI auditi per la documentazione fornitaci e per le informazioni che ci hanno reso, mi sembra di capire che per l'ABI la dimensione del fenomeno sia fisiologica; anzi, in un certo senso sembra esserci uno sviluppo «ritardato» del fenomeno rispetto ad altri paesi industrializzati.

Mi sembra inoltre che, nel complesso, le posizioni non presentino aspetti che giustifichino un allarme di dimensioni eccessive. Vi possono essere singole posizioni preoccupanti rispetto alle quali la rinegoziazione dei contratti può essere la strada da percorrere.

L'anomalia di questa situazione, segnalata dall'ABI e dalla Consob, è legata ad un andamento dei tassi che non necessariamente potrà essere la norma per i prossimi anni. La situazione dunque potrebbe ritornare ad una certa normalità, anche per la naturale evoluzione dei mercati. A me

sembra essere questa la sintesi, senza voler con questo dire qualcosa di diverso rispetto a quanto è stato osservato.

Ringrazio nuovamente i rappresentanti dell'ABI e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 11.

COMMISSIONE VI  
FINANZE  
Resoconto stenografico

INDAGINE CONOSCITIVA

---

Seduta di martedì 1° febbraio 2005

---

Pag. 3

---

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE GIORGIO LA MALFA

(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).

La seduta comincia alle 11,40.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso impianti audiovisivi a circuito chiuso.  
(Così rimane stabilito).

Audizione di rappresentanti di associazioni dei consumatori.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, l'audizione di rappresentanti di associazioni dei consumatori.

Do il benvenuto ai rappresentanti del Consiglio nazionale consumatori e utenti. Sono presenti il dottor Picciolini, esperto di Adiconsum, il dottor Lannutti, presidente dell'Adusbef, il dottor Baccile, esperto dell'Adusbef, il dottor Finzi, presidente dell'Assoutenti e il signor Ferraioli del Movimento per la difesa del cittadino. Ringraziamo le varie organizzazioni dei consumatori per aver accettato l'invito della Commissione a partecipare ai nostri lavori nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati.

Con l'indagine conoscitiva in oggetto la Commissione ha iniziato ad occuparsi del tema della diffusione dei prodotti finanziari derivati presso le imprese di media e piccola dimensione. Dopo aver iniziato la nostra indagine, ci siamo resi conto che probabilmente quello era il fenomeno quantitativamente più rilevante, ma che vi erano due altri capitoli che andavano esplorati: la diffusione presso i risparmiatori - e a questo proposito voi potete darci una mano - e la diffusione presso gli enti locali, che è un altro grande capitolo del tema degli strumenti finanziari derivati su cui nei prossimi giorni avremo modo di sentire i responsabili del Ministero dell'economia e delle finanze ed anche la Corte dei conti, che proprio su questo aspetto ha svolto uno studio. Per illuminare il problema della diffusione presso i risparmiatori di questi strumenti molto complicati, abbiamo pensato fosse utile sentire le organizzazioni dei consumatori. Do subito la parola al dottor Lannutti, presidente dell'Adusbef.

ELIO LANNUTTI, Presidente dell'Adusbef. Vorrei innanzitutto ringraziare lei, presidente, ed anche il Parlamento per la sensibilità dimostrata nel voler far luce, ancora una volta, sugli strumenti derivati, ossia scommesse che hanno riguardato centinaia, forse migliaia di imprese. Mi limito a ringraziarla, dopo di che cederei la parola, se lei consente, al nostro esperto, il dottor Baccile. Vorrei anche rivendicare che l'Adusbef è stata la prima organizzazione a vincere qualche tempo fa una causa in materia, contro una banca a favore di un'impresa. Il fenomeno degli strumenti derivati fuori controllo rischia di incidere anche sulle economie. Un rapporto della Banca dei regolamenti internazionali ha stimato

---

Pag. 4

---

che la diffusione dei prodotti derivati in Italia rappresenta tre o quattro volte il prodotto interno lordo. Siamo il paese più virtuoso, mentre ci sono paesi meno virtuosi del nostro, come gli Stati Uniti e la Svizzera, in cui la diffusione dei prodotti derivati rappresenta 30, 40, addirittura 100 volte il prodotto interno lordo. Si è già visto, grazie al Parlamento, come queste scommesse, questa leva finanziaria fuori controllo possa mettere a repentaglio le economie degli Stati. Cederei ora la parola al dottor Baccile, riservandomi di inviarvi entro un paio di giorni un documento dettagliato.

PRESIDENTE. Per la precisione, nel corso delle prime discussioni avvenute in Commissione, noi siamo giunti alla considerazione che lo strumento derivato in sé non è un vizio o una virtù, ma un modo per affrontare nel tempo il rischio delle fluttuazioni dei mercati. Il problema della diffusione degli strumenti derivati e dei suoi aspetti negativi si presenta quando questi contratti giungono nelle mani di operatori - imprenditori, nel caso che lei citava, consumatori e via dicendo - non del tutto consapevoli della rischiosità che essi comportano o dove il rischio assunto è sproporzionato rispetto alla dimensione dell'impresa. In altre parole, che una grande impresa abbia un certo volume di derivati è un problema, ma pur sempre relativo; ma che una piccola impresa o un piccolo comune abbiano un enorme volume di derivati, che possono comportare una perdita gigantesca, è un discorso ben diverso. Quindi, il problema non è tanto nella diffusione di questi strumenti - perché in altri paesi sono più diffusi di quanto non siano in Italia e il fatto che in Italia non siano diffusi non è il segno di una migliore condizione del nostro paese rispetto agli altri - quanto semmai il fatto che si siano diffusi in mani in cui non dovevano esserlo e forse meno in quelle in cui dovevano esserlo.

GENNARO BACCILE, Esperto dell'Adusbef. La ringraziamo, signor presidente, per averci dato questa opportunità. Quale tecnico in seno all'Adusbef di questo particolare strumento sintetico - per far finanza sintetica di impresa - mi sono occupato in prima linea della questione, insieme alle imprese vittime della diffusione di questo strumento. In prima linea significa che sono stato all'interno delle imprese, ho presieduto ai vari dibattiti tra le imprese e le banche che hanno loro venduto questo strumento, cercando di capire quali fossero le motivazioni sottostanti che hanno spinto banche di dimensioni importantissime - sappiamo bene quali - ad offrire questo tipo di strumento a imprenditori, anche di imprese individuali, che fino a quel momento non avevano mai investito né conosciuto se non i buoni del tesoro.

Certamente si è fatto leva sulla storica preoccupazione dell'imprenditore italiano per l'aumento dei tassi di interesse; mi riferisco in particolare ai primi anni del 2000, quindi prima del 2001, perché la maggior parte dei contratti sono stati avviati in quel periodo e molto spesso sono stati diffusi a prescindere dalla dimensione dell'indebitamento, ovvero per entità sottostanti superiori all'indebitamento aziendale. Attraverso una verifica che costantemente abbiamo fatto del funzionamento del contratto posto in essere e del rapporto tra la banca che ha venduto il contratto derivato e l'azienda, abbiamo constatato come, nonostante il contratto derivato dovesse proteggere l'impresa dall'aumento dei tassi di interesse, la medesima banca abbia aumentato i propri tassi a carico del cliente, constatazione che ci ha lasciati senza parole. La giustificazione che i tecnici delle banche adducono ai giudici - i quali, nonostante spesso siano preparati, fanno fatica a comprendere questi strumenti - e che io quale tecnico, perito in varie cause nei tribunali d'Italia per questo tipo di problemi, ho avuto modo di conoscere, è stata che, anche se l'imprenditore non ha compreso lo strumento quando gli è stato spiegato, ha comunque ricevuto un beneficio dalla diminuzione dei tassi di interesse, quindi il suo bilancio non ne ha risentito. È vero che ha pagato un differenziale - sostengono - ma ha beneficiato dei tassi di interesse. Questo purtroppo non è vero, come emerge dalla verifica dei rapporti di

-----  
Pag. 5  
-----

conto corrente tra l'impresa a cui è stato venduto lo strumento derivato e la stessa banca che glielo ha venduto, la quale ha spesso sfiorato le soglie usuarie giacché molto spesso gli addebiti vengono appostati su un conto senza affidamento (e sappiamo che, quando il conto è senza affidamento, gli sconfinamenti vengono penalizzati al top rate).

In alcuni casi, i contratti derivati sono stati legati a contratti di mutuo, i cosiddetti «amortizing swap», e ci siamo accorti che all'interno del rapporto contrattuale, a fronte di una diminuzione dei tassi, ci sarebbe stato un beneficio dell'utente o dell'azienda, ma è anche vero che la discesa dei tassi è stata quasi sempre sbarrata dall'esistenza di un tasso minimo al di sotto del quale non si poteva scendere. La discesa dei tassi sta comportando disagi economici per le aziende e i relativi contratti di mutuo prevedono uno sbarramento al di sotto del quale il tasso stesso non può scendere.

C'è quindi un aspetto che testimonia questo disequilibrio e in una prima vertenza presso il tribunale di Ancona il giudice ha emesso una sentenza favorevole all'impresa e il processo ora sta andando avanti in sede civile. La banca è stata condannata a non ripetere questo comportamento fino all'esito del processo civile e soprattutto a non fare alcuna segnalazione anomala in centrale rischi, perché

questo è un altro problema. Il cliente che non può o che si rifiuta di pagare viene segnalato in centrale rischi, con evidenti danni all'intero sistema.

Le aziende che hanno acquistato questi prodotti quasi sempre non hanno la consapevolezza di ciò che hanno comprato. Di tutte le aziende di nostra conoscenza soltanto una, con direttori finanziari capaci, è riuscita a cogliere la natura dei prodotti acquistati, mentre le altre ignoravano completamente la portata di questi prodotti e le relative conseguenze, nonostante tutte avessero firmato la dichiarazione attestante la loro qualifica di «operatori qualificati».

Era sufficiente una dichiarazione che qualificasse queste imprese come operatori qualificati per esentare le banche da qualunque responsabilità. In realtà molti di questi cosiddetti operatori qualificati non avevano mai investito nemmeno in titoli azionari. Uno degli strumenti di difesa delle banche è dato dall'esistenza di una liberatoria del cliente. Questi prodotti peraltro non sono stati venduti a clienti sconosciuti, anzi, spesso le vittime prescelte erano i clienti migliori delle banche, che potevano permettersi di sopportare nei loro bilanci l'impatto negativo di questi strumenti.

Un altro aspetto da non trascurare è il fatto che per venire incontro alle richieste di mitigazione dei danni, i derivati sono stati ristrutturati con prodotti ancora più sofisticati. Ad esempio, il cliente rischia su un tasso legato ad una valuta e la banca continua a rischiare sulla valuta, per cui il prodotto assume una struttura di alea che va soltanto a svantaggio dell'utente.

FABIO PICCIOLINI, Esperto dell'Adiconsum. Vorrei ringraziarvi per questa opportunità e anche per l'ampliamento dell'oggetto di questa indagine conoscitiva a soggetti quali i consumatori e gli enti locali, in quanto in entrambi gli aspetti il cittadino rischia di essere vittima di determinate situazioni.

Secondo una nostra stima, il 10 per cento di questi strumenti finanziari sono in mano a privati cittadini e quindi a piccoli risparmiatori. Il problema a monte è l'informazione, ossia la capacità del dipendente della banca di informare esattamente e correttamente i piccoli investitori circa la natura del prodotto acquistato, con i relativi rischi.

Abbiamo situazioni documentate in cui non solo non c'è stata alcuna informazione ma addirittura a domande specifiche del cliente non c'è stata una adeguata capacità di risposta dell'interlocutore addetto allo sportello, in quanto si tratta di prodotti difficili da comprendere e da spiegare. Questi prodotti non dovrebbero essere venduti ad un tipo di clientela che ha scarse conoscenze in materia finanziaria. Nonostante alcuni miglioramenti negli ultimi anni, in Italia la cultura finanziaria resta comunque bassa.

---

Pag. 6

---

Il secondo aspetto fondamentale è che su questo tipo di strumenti spesso i controlli dell'autorità di vigilanza sono difficoltosi. Si tratta di prodotti che sono spesso utilizzati a livello internazionale, per cui a livello nazionale è difficile porre in essere controlli reali, che secondo noi spettano esclusivamente alla Consob, perché una moltiplicazione dei controlli è per noi controproducente. C'è poi il problema dei privati. Leggevo oggi su Milano-Finanza dell'esistenza di uno strumento derivato incorporato all'interno di un conto corrente bancario. Siamo giunti a dei livelli di complessità eccessivi. All'interno del conto corrente è possibile utilizzare questi strumenti, con costi



non preventivabili e con rischi molto alti, soprattutto nel caso di partecipazioni legate ai tassi di cambio o ai tassi di interesse.

OTTORINO FERRAIOLI, Esperto del Movimento per la difesa del cittadino. Vi ringrazio per questa opportunità. Dopo le valutazioni espresse dai colleghi, vorrei soltanto aggiungere una considerazione. Mi auguro che per la prossima audizione prevista, l'ABI si faccia carico di istruire in maniera più appropriata il personale addetto alla vendita di questi prodotti.

La grande impresa, come diceva poc'anzi il collega, si rivolge direttamente agli uffici finanziari delle direzioni centrali, quindi il discorso è diverso. Ma il cittadino, la piccola impresa, il comune si rivolgono allo sportello dell'agenzia e quindi chi è dall'altra parte del tavolo a vendere questi prodotti deve a sua volta informarsi presso gli uffici finanziari della direzione centrale, perché costui lo propone, ma non sa spiegarlo, non sa dire a quali rischi si va incontro! Si tratta di un problema molto serio e l'ABI dovrebbe farsi carico di istituire dei corsi di aggiornamento per questi operatori, per poter proporre al meglio questi strumenti che sono di difficile interpretazione.

PRESIDENTE. Loro certamente sapranno che l'economista che ha trovato una formula per calcolare il valore delle opzioni, cioè dei derivati, ha ricevuto il premio Nobel per l'economia, quindi non c'è dubbio che la questione è di una certa complessità, se ha ricevuto il premio Nobel per l'economia colui che ha studiato una formula che consente di stabilire il valore presente di un titolo che ha quel carattere di complessità che avete descritto!

MARIO FINZI, Presidente dell'Assoutenti. La nostra impressione è che sia essenziale, alla fine di questa indagine conoscitiva, arrivare a normare più strettamente questo settore che oggi è largamente affidato a norme regolamentari, mentre invece probabilmente andrebbe presidiato anche con norme di legge. Ovviamente, per la parte che qui rappresentiamo, sentiamo l'esigenza di avere norme di tutela dei piccoli risparmiatori non professionali, che sono quelli che hanno subito le più violente conseguenze da una diffusione sul mercato - che per alcuni anni è stata selvaggia - di questi strumenti, che sono stati venduti a chiunque. In realtà, questi strumenti - che hanno per oggetto non un bene economico, ma la previsione di un differenziale di valutazione di un sottostante - per loro stessa natura, agli occhi di un risparmiatore somigliano di più ad una scommessa che ad un investimento (e sono stati anche vissuti come tali). Dobbiamo partire, a mio avviso, da questo aspetto per capire di quali tutele devono essere dotati i risparmiatori non professionali.

La mia impressione, inoltre, è che questi strumenti non aggiungano ricchezza al sistema economico, come avviene invece quando un cittadino compra le azioni di un'impresa, e che non abbiano quel valore di motore dell'economia che giustifica il fatto che la partecipazione dei cittadini all'economia venga favorita attraverso strumenti finanziari. Mi pare che non sia questo il caso.

Quindi, è necessaria una maggiore attenzione. Abbiamo visto bruciare tanta ricchezza, come ad esempio nel caso dei covered warrant, che sono stati venduti con grande facilità e per i quali il cittadino ha sempre fatto riferimento al sottostante,

pensando che vi fosse una relazione tra il valore del suo covered warrant e l'andamento dell'azione sottostante. Non era così, perché ciò che faceva muovere il valore del derivato magari erano accordi tra banche. Questo dimostra come sia lontano dalla comprensibilità del piccolo risparmiatore il senso di quello che sta facendo.

Dirò di più. Non vi è soltanto un'incapacità da parte del piccolo risparmiatore, ma anche da parte dei borsinisti delle banche. Credo di poter affermare che essi non sono minimamente a conoscenza della complessità di alcuni prodotti che vendono! Penso soprattutto ai derivati non regolamentari, quelli che vengono venduti fuori dalla borsa, o ai derivati combinati, che sono addirittura un intreccio tra diversi tipi di prodotto finanziario. Il borsinista che opera quotidianamente con i clienti non è assolutamente in grado di fornire la necessaria informativa sulle conseguenze complessive dell'investimento.

La nostra proposta - che ho affidato ad un documento che vi lascerò - è quella di normare questo settore distinguendo in modo molto netto la normativa sugli investitori professionali da quella sugli investitori non professionali, stabilendo che diversi tipi di investimento debbano essere trattati addirittura in luoghi fisici diversi, proprio per dare la sensazione di quanto siano diverse le cose di cui stiamo parlando dal comprare un'azione oppure un BOT. Ritengo che questo tipo di strumenti finanziari debbano essere trattati anche in un ambiente diverso, proprio per la loro tipicità, per come incide il fattore tempo sull'operazione.

Vi sono delle nuove direttive, come la direttiva MiFID dell'aprile 2004 che introduce forti distinzioni nel trattamento delle diverse categorie di investitori e ritengo che anche le leggi nazionali debbano fare riferimento a questa direttiva. Penso si debba imporre una regola sulla percentuale massima del portafoglio del cliente che può essere investita in derivati da parte di una banca - per tanto tempo non è stato così - e che debbano essere introdotte regole ferree perché sia nota, nei bilanci delle imprese, la presenza di derivati, poiché questo conferisce una labilità a quei tagli di bilancio che deve essere conosciuta.

PRESIDENTE. Queste audizioni sono state molto interessanti e ringraziamo coloro che sono intervenuti. Vi sono state, a mio avviso, quattro proposte interessanti. La prima riguarda il fatto di centralizzare nella Consob i controlli sulla diffusione e la circolazione di questi strumenti. La seconda consiste nel chiedere all'Associazione bancaria italiana di promuovere in modo intenso l'istruzione di coloro che sono chiamati a diffondere questi strumenti (in modo tale che non vengano venduti da gente che non sa di cosa si tratta a gente che ne sa altrettanto poco e si incontrino così due ignoranze). La terza proposta auspica una legislazione più severa che riguardi, ad esempio, un limite alla quantità di un portafoglio di derivati rispetto al volume complessivo delle attività finanziarie dell'azienda. Infine, è stato chiesto che vi sia una informazione obbligatoria nei bilanci. Credo che quest'ultima proposta sia stata già realizzata, perché le nuove procedure contabili internazionali prevedono che sia nota, a partire da quest'anno - perlomeno per le imprese quotate -, l'informazione che riguarda i derivati. Inoltre la Banca d'Italia ci ha comunicato che da quest'anno comincerà a raccogliere le informazioni nella Centrale dei rischi e a controllare attraverso la vigilanza sulle banche questo campo su cui la Banca d'Italia stessa aveva poche informazioni (anche perché si tratta di strumenti che sono andati diffondendosi con grande rapidità). Ringrazio ancora coloro che sono intervenuti e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 12,10.

COMMISSIONE VI  
FINANZE  
Resoconto stenografico

INDAGINE CONOSCITIVA

---

Seduta di giovedì 3 marzo 2005

---

Pag. 2

---

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE GIORGIO LA MALFA.

La seduta comincia alle 11,05.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso impianti audiovisivi a circuito chiuso.  
(Così rimane stabilito).

Audizione di rappresentanti della Corte dei conti.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, l'audizione di rappresentanti della Corte dei conti.

Do il benvenuto ai rappresentanti della Corte dei conti. Sono presenti il dottor Vari, presidente di sezione della Corte dei conti e la dottoressa Arrigoni, consigliere della stessa. Ringraziamo gli ospiti per aver accettato l'invito della Commissione a partecipare ai nostri lavori.

Con l'indagine conoscitiva in oggetto la Commissione ha iniziato ad occuparsi del tema della diffusione dei prodotti finanziari derivati presso le imprese di media e piccola dimensione. Dopo aver iniziato la nostra indagine, ci siamo resi conto che probabilmente quello era il fenomeno quantitativamente più rilevante, ma che vi erano due altri capitoli che andavano esplorati: la diffusione presso i risparmiatori (che abbiamo ascoltato nella precedente audizione) e la diffusione presso gli enti locali, che è il grande capitolo del tema degli strumenti finanziari derivati su cui oggi avremo modo di sentire i responsabili della Corte dei conti, che proprio su questo aspetto hanno svolto uno studio.

Do, quindi, la parola al dottor Vari.

MASSIMO VARI, Presidente di sezione della Corte dei conti. Grazie, signor presidente. Naturalmente è inutile dire che siamo ben lieti di collaborare a questa indagine conoscitiva che la Commissione finanze sta svolgendo, anche tenendo conto delle competenze affidate dall'ordinamento alla Corte dei conti; infatti, non possiamo dimenticare che, in particolare, la legge n. 131 del 2003, affida alla Corte dei conti la verifica ai fini del coordinamento della finanza pubblica, del rispetto degli equilibri di bilancio di regioni, province, comuni, enti locali e città metropolitane in relazione al patto di stabilità interna e al rispetto dei vincoli comunitari. Questo argomento sul quale siamo stati chiamati ad esprimere il nostro punto di vista si iscrive in una problematica che è sulla linea di quei precedenti che ella stessa ha richiamato; infatti, c'è stata già una audizione in Senato sul tema dell'indebitamento, con un paragrafo dedicato espressamente anche alla tematica degli strumenti finanziari derivati. Successivamente, a fine novembre 2004, la Corte ha trasmesso alla 5a Commissione permanente del Senato la relazione conclusiva di un'indagine, in tema di indebitamento degli enti locali. Già allora c'era l'intento da parte della Corte di conti di far luce sui margini di rischio associati all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati. La nostra indagine ha individuato un campione di enti di minori dimensioni perché ritenuti quelli meno presumibilmente consapevoli dei rischi associati ad

---

Pag. 3

---

operazioni di particolare complessità. Nell'ambito di questi enti minori, con una popolazione compresa fra gli 8 mila e i 99 mila abitanti, abbiamo scelto quelli che avevano fatto ricorso maggiormente alle attività finanziarie derivate per verificare anche il collegamento con le esigenze di recupero finanziario atte a compensare la flessione dei finanziamenti di cui soffrono gli enti territoriali locali. Per questa occasione, invece, abbiamo ampliato la platea, inserendo le regioni a statuto ordinario e due a statuto speciale e anche alcuni comuni di medie e grandi dimensioni. Io vorrei, prima di dare la parola alla collega Arrigoni che ha coordinato l'indagine, sottolineare alcune linee di riferimento adottate nello studio che abbiamo svolto; infatti, ci sembra importante, in questa sede, indicare con precisione le linee sulle quali ci siamo mossi per sviluppare l'indagine. Gli elementi da tenere presenti sono i seguenti: innanzitutto l'influenza che ha avuto l'attuale congiuntura economica e finanziaria nel comportamento degli enti locali; infatti, ad orientare gli enti locali verso gli strumenti finanziari derivati concorre una prima spinta, cioè la crisi di liquidità che viene particolarmente avvertita di fronte a due situazioni: da una parte, l'espansione dei compiti che si è verificata e che diventerà ancora più ampia quando saranno attuate le deleghe contenute nella legge La Loggia o, comunque, nei progetti di riforma all'esame del Parlamento; dall'altra, la riduzione delle disponibilità finanziarie dovute alla congiuntura nella quale ci troviamo. Tutto ciò avviene nell'esigenza di conciliare queste due spinte con gli obiettivi di convergenza e di stabilità fissati a livello europeo; quindi, il percorso nel quale gli enti territoriali si trovano ad operare si stringe sempre più.

Un'altra spinta è data anche dalle recenti aperture in materia - che noi abbiamo richiamato negli sviluppi dagli anni '90 in poi - che hanno il loro punto di approdo nell'articolo 41 della legge n. 488 del 2001 (legge finanziaria 2002) che consente un più facile accesso al mercato di capitali con due obiettivi precisi da tenere sempre presenti: ridurre il costo del debito, neutralizzare gli effetti negativi delle oscillazioni del mercato. È persino superfluo aggiungere che non ci sono spazi per

operazioni speculative pure; infatti, capisco che la logica dell'impresa può essere diversa, ma certamente per gli enti locali può essere solo quella di allargare un po' gli spazi di fronte ad una simile congiuntura.

PRESIDENTE. A noi interessa sapere se gli enti territoriali si sono trovati davanti a strumenti finanziari derivati di tipo speculativo, mentre pensavano che fossero normali. Che tipo di titoli hanno avuto consegnati questi piccoli e piccolissimi comuni?

MASSIMO VARI, Presidente di sezione della Corte dei conti. Abbiamo un'apertura dell'articolo 41, che circoscrive precisamente l'ambito di accesso ai derivati perché consente un tipo di accesso alle varie formule che è sempre in funzione dell'utilizzazione con finalità di copertura dei rischi: quindi, sul versante degli enti locali la finalizzazione rimane sempre questa. Non so se si siano verificati dei casi ma, in via generale, mi sentirei di escludere che enti locali abbiano ricorso a questo per fare operazioni speculative. La restrizione a questi percorsi, sui quali si soffermerà più in dettaglio la collega, è accompagnata dalle altre operazioni finanziarie finalizzate alla ristrutturazione del debito, a condizione però che non implicino una scadenza posticipata ed un profilo crescente nei valori attuali dei flussi di pagamento, cioè l'impossibilità di ribaltare sul futuro gli oneri attuali. In relazione a queste operazioni è ammessa la possibilità di incassare un premio di liquidità non superiore all'1 per cento del nozionale, sul quale, forse, dovremmo fare qualche riflessione e ragionamento. In questo quadro di riferimenti normativi, sia pure esposto in maniera molto sommaria, abbiamo allegato nel nostro documento una serie di tabelle che offrono una chiave di lettura importante sul comportamento

---

Pag. 4

---

degli enti locali, comuni (quelli di media e grande dimensione sono stati tenuti distinti da tutti gli altri) e province da una parte e regioni dall'altra. Queste tabelle evidenziano che, rispetto al ricorso ai derivati, è importante anche la composizione del debito retrostante, cioè il tipo di ricorso ai derivati o il ricorso stesso è in funzione anche della composizione di tale debito. Per essere più concreto, gli enti locali, che fino ad una certa epoca si sono indebitati con la Cassa depositi e prestiti con mutui a tasso fisso (mi pare del 7 per cento) hanno mostrato una maggiore propensione agli swap che trasformano il tasso fisso in variabile.

Dalle tabelle emerge un dato importante, cioè oltre un terzo dei contratti degli enti locali prevede l'erogazione di un premio di liquidità con importi assai elevati e con allocazioni in bilancio fra le entrate correnti, sintomo dell'esigenza dell'ente locale di crearsi delle disponibilità di cassa. Dall'indagine si è potuto accertare anche una differente situazione ante e post 2004. Occorre considerare che nel 2004 ha concretamente iniziato ad operare questa disciplina che troviamo nella legge finanziaria 2002, che però era subordinata all'emanazione di un regolamento che è stato emanato alla fine del 2003 e di una circolare che è intervenuta nel maggio del 2004. Se esaminassimo la situazione ante 2004, vedremmo che l'obiettivo perseguito, nella maggior parte dei casi riduzione del costo del debito, ha comportato il ricorso alle cosiddette strutture esotiche, cioè con conseguenti limitate garanzie per il rialzo dei tassi di interesse. A tutto ciò spesso fa da

contropartita la corresponsione di un premio di liquidità all'ente superiore all'1 per cento del nozionale, la maggior parte dei contratti che corrispondono alla tipologia dell'interest rate swap con barriera a favore degli istituti di credito, un valore elevato dello spread ed il margine di cautela che è stato assunto con riferimento ad ipotesi di rischio fondate sull'andamento della curva forward dei tassi. Da questi elementi si desume che forse gli enti si sono preoccupati poco dei margini di cautela e maggiormente della possibilità di acquisire margini di disponibilità di cassa o di maggiore operatività per la spesa corrente.

Questo dato riscontrato dopo il 2004 è positivo perché i contratti più recenti sembrano allinearsi, grazie all'intervento regolatore del Ministero dell'economia, alla tipologia degli IRS a doppio barriera. Quindi, la legge ha avuto un effetto di contenimento e di riconduzione del fenomeno in termini più corretti dal punto di vista del rischio assunto. Tutto ciò per quanto riguarda il campione dei comuni di piccole e medie dimensioni, mentre per quelli più grandi e per le regioni abbiamo rilevato una minore operatività nel mercato dei derivati. A nostro avviso, tale aspetto si spiega, in modo particolare per quanto riguarda le regioni, anche in ragione del diverso sistema finanziario e contabile che si applica alle stesse e che, rispetto a quello degli enti locali, consente una maggiore elasticità e manovrabilità del bilancio nel suo contenuto programmatico e autorizzatorio. Inoltre, il ridotto indebitamento a tasso fisso rispetto a quello degli enti locali ha richiesto alle regioni una minore esigenza di ricorso allo swap per trasformare il tasso fisso in tasso variabile.

Tuttavia, recentemente anche in campo regionale la situazione tende a mutare anche in ragione dei maggiori oneri che gravano sulle regioni, soprattutto per l'ipoteca della spesa sanitaria.

Infine, vorrei richiamare rapidamente alcuni punti che meritano attenzione. Il primo punto riguarda le clausole contrattuali. Sono stati esaminati oltre 100 contratti e all'interno i responsabili finanziari dei piccoli enti locali dichiarano di essere operatori qualificati, con tutto quello che comporta in termini di implicazioni di carattere giuridico. In questi contratti abbiamo altresì riscontrato una clausola vessatoria che esclude l'applicazione dell'articolo 1467 del codice civile, cioè la sopravvenuta eccessiva onerosità, e che qualifica questi contratti come aleatori (gioco, scommessa, gioco del lotto). A nostro avviso, questi sono due punti ai quali bisogna prestare molta attenzione.

---

Pag. 5

---

L'altra questione riguarda la convenzione di un premio di liquidità, consentita dalle direttive che nascono dall'articolo 41 della legge finanziaria del 2002. Tuttavia, in una valutazione di natura prettamente giuridica, pensiamo che il premio di liquidità si risolva in un'operazione analoga alla contrazione di un mutuo, laddove la sua concessione comporta un tasso o uno spread che attualizza il premio corrisposto in via anticipata dalla banca all'ente: quindi, la banca recupera da qualche altra parte quello che concede come premio di liquidità.

Abbiamo notato che anche la propensione degli enti locali a destinare questo premio di liquidità alle spese correnti probabilmente non tiene conto del vincolo derivante addirittura dall'articolo 119 della Costituzione, secondo il quale l'indebitamento non può essere contratto se non per spese di investimento. Questo, in ogni caso, è un punto di vista, che ovviamente potrà essere oggetto di discussione.

Concludendo, vorrei osservare che il ricorso ai derivati - un segnale in tal senso proviene dallo stesso legislatore - pare accettabile, anche per la dimensione mondiale del fenomeno, come risulta chiaramente dalla lettura dei resoconti delle audizioni precedentemente svolte presso questa

Commissione. Certamente, però, esiste un limite di compatibilità: l'uso di un tale strumento diviene accettabile solo allorché corrisponda ad una strategia ragionevolmente rivolta alla copertura del rischio di variazione dei tassi o diretta a ricalibrare lo stock complessivo del debito, nell'equilibrio tra tassi fissi e variabili. Presupposto di questa ragionevolezza è la realizzazione di alcune condizioni di fondo. La prima consiste nella conoscenza dei mercati finanziari.

A nostro avviso, al di là della sottoscrizione della clausola in cui il responsabile finanziario dell'ente locale si definisce «operatore qualificato», si pone un problema sostanziale da considerare.

Specialmente i piccoli comuni, infatti, non sono in grado di disporre né di una professionalità qualificata ai fini dell'assunzione di responsabilità rispetto a simili operazioni, né - a nostro avviso - dei dati necessari per operare a riguardo. Diversamente, le banche, per operare in questo campo, si avvalgono di uffici studi che valutano i fenomeni di cui si discute dal punto di vista economico, finanziario, attuariale, implicazioni incluse.

La controparte non è invece in grado di attrezzarsi per poter allestire un simile apparato, di conoscenza e valutativo. Nel rappresentare questo problema alla Commissione, domandiamo se non sia il caso di porre allo studio la creazione di una rete, una struttura di tipo informativo e anche di approfondimento a riguardo, che possa suggerire ed orientare i piccoli comuni, mettendoli nella condizione di regolarsi nel modo più conveniente per il loro interesse.

PRESIDENTE. Nel ringraziare il presidente Vari per il suo prezioso contributo, cedo la parola alla dottoressa Rita Arrigoni per completare la relazione introduttiva.

RITA ARRIGONI, Consigliere della Corte dei Conti. Mi associo al presidente Vari nell'esprimere il nostro ringraziamento per l'interesse che questa Commissione ha voluto riservare ad una indagine che avevamo cominciato a svolgere anche per il Senato, e che ha dato luogo ad una relazione trasmessa nel novembre scorso. L'occasione di questo incontro con la VI Commissione ha suggerito di estenderne l'oggetto, per portare un contributo ulteriore ai vostri lavori, considerando anche l'interesse specifico nei confronti dei derivati. La precedente l'indagine era stata svolta in riferimento ad un tema più ampio, l'indebitamento in genere e la sostenibilità del debito: le operazioni sui derivati venivano ad inquadrarsi in questo contesto.

Considerato l'interesse di questa Commissione per l'utilizzo degli strumenti finanziari derivati, l'idea è stata di acquisire altri contratti di swap, aggiungendo ai cento precedentemente acquisiti per gli enti di piccole e medie dimensioni tutti quelli stipulati dalle regioni a statuto ordinario,

-----  
Pag. 6  
-----

i contratti stipulati da due regioni a statuto speciale, il Friuli-Venezia Giulia e la Sicilia, e quelli conclusi dai comuni medio grandi (Roma, Genova, Latina, Catania). Abbiamo quindi esteso ed approfondito ulteriormente l'esame del contenuto contrattuale, inclusa la valutazione delle allegare delibere autorizzative.

Non intendendo ripetere ciò che puntualmente è stato già osservato dal presidente, scenderò nel particolare. Abbiamo proceduto a valutare le diverse tipologie contrattuali, confrontandole fra loro. L'interesse non era solo di approfondirne il contenuto, ma anche di riportare i contratti stipulati dalle regioni con quelli stipulati dagli enti locali piccoli e dai comuni più grandi. Fanno parte dei

contratti acquisiti tutti quelli stipulati sino all'anno 2003, estendendo l'indagine - per un'informativa più esauriente - alla operatività contrattuale dell'anno 2004, onde esaminare la differenza esistente i due periodi, in ragione di quanto disposto dal regolamento n. 389 del 2003 del Ministero dell'economia e delle finanze, e delle successive circolari amministrative.

I contratti degli enti in medio piccoli hanno evidenziato alcuni problemi che vi esporrò, premettendovi che - da una lettura estremamente accurata dei resoconti delle precedenti audizioni di Consob e Banca d'Italia -, risulta un ripetuto riferimento a contratti prevalentemente utilizzati per la copertura del rischio di tasso (mi riferisco alla trasformazione del tasso variabile in tasso fisso): contratti simili rappresentano una specie di assicurazione a cui la Corte guarda benevolmente, una sorta di garanzia, come potrebbe esserlo un'assicurazione casa. Ovviamente, il ricorso a questi strumenti è il risultato di una scelta discrezionale: presentano tali caratteristiche solo sei contratti su cento conclusi. Tutti gli altri sono orientati ad interventi per la riduzione del costo del debito, che è un concetto diverso, perché per ridurre il costo del debito è necessario effettuare una scommessa sul futuro. Ecco la ragione delle opzioni cap vendute e non acquistate: la possibilità di migliorare le condizioni immediatamente. Ovviamente, al superamento del cap, ossia della barriera, il tasso di riferimento euribor avrebbe potuto muoversi senza limiti, soprattutto con spread molto elevati. Gli enti locali medio-piccoli hanno generalmente fatto gran ricorso alla Cassa depositi e prestiti, con mutui sottostanti di tasso anche piuttosto elevato, intorno al 6-7 per cento. Quanto alla tipologia contrattuale, è necessario distinguere tra istituti di credito. Gran parte di essi distinguono i periodi di riferimento. I contratti, generalmente, hanno durata superiore ai dieci, quindici anni, in alcuni casi addirittura arrivano a coprire un arco temporale pari a venti, trenta anni. Solitamente, la suddivisione è effettuata secondo tre periodi di riferimento, con diversi spread, e soprattutto barriere. Invece, un istituto di credito in particolare utilizza una scalettatura molto stretta, con relativa variazione annuale dei parametri, determinando difficoltà di previsione futura anche per un grande esperto.

PRESIDENTE. Può spiegare meglio?

RITA ARRIGONI, Consigliere della Corte dei Conti. Quasi tutti gli istituti di credito, ad esempio, stipulavano un certo tipo contratto prima del 2003, quando era consentito - in mancanza dell'attuale divieto - vendere l'opzione cap: questo significa che - alla barriera - il tasso avrebbe subito variazioni al variare del tasso di riferimento Euribor senza limiti, e senza garanzia. Per comprendere la strutturazione del contratto, a titolo esemplificativo, si immagini che il periodo di riferimento fosse compreso tra il 2001 ed il 2006, che in questi anni l'ente ricevesse un tasso fisso, corrisposto conformemente al sottostante contratto, e che pagasse un tasso di poco inferiore ottenendo pertanto un guadagno. Nell'ipotesi che il tasso di riferimento Euribor, entro 5 o sei anni, a seconda dei casi, salga oltre il tetto stabilito - il 4 per cento, il 4,5 per cento o il 5 per cento, a seconda delle banche (quelle un po' meno «aggraziate» stabiliscono il 4,5) -, il che può accadere, l'ente pagherà un tasso Euribor maggiorato del

-----  
Pag. 7  
-----

2,7 per cento. In alcuni casi si è arrivati addirittura al 3 per cento di spread ed oltre.



PRESIDENTE. Se ho capito bene, poiché inizialmente i tassi variabili erano molto bassi, poteva sembrare appetibile la trasformazione di un tasso fisso in un tasso variabile...

RITA ARRIGONI, Consigliere della Corte dei Conti. No, in verità alcuni contratti prevedevano il passaggio ad un tasso fisso più basso, con immediato guadagno.

PRESIDENTE. Cioè, la banca si assumeva il debito e pagava, ad esempio, il 5 per cento alla Cassa depositi e prestiti, applicando un tasso più basso all'ente, e versando la differenza subito?

RITA ARRIGONI, Consigliere della Corte dei Conti. Certo.

Molti piccoli enti si sono trovati in questi ultimi anni privi di liquidità. La cosa interessa soprattutto i piccoli comuni che dovendo fornire servizi ai cittadini e, trovandosi in una disperata crisi di liquidità, sono costretti a ricorrere all'up-front affrontando questi contratti soprattutto per ridurre il costo del debito.

Numerosi sono i casi di corresponsione del premio di liquidità che prima del 1993 sono arrivati al 9 per cento del nozionale...

PRESIDENTE. Quindi c'è qualche comune che aveva un debito di 100 e si è visto riconoscere 9 lire su 100 versate.

RITA ARRIGONI, Consigliere della Corte dei conti. Esatto, quindi un up-front molto alto. Dal 2004 in poi non ci sono più, non dico che stanno tutti all'1 per cento del nozionale, però sostanzialmente si sono allineati.

Un'altra cosa importante è rappresentata dalle delibere autorizzative che fanno comprendere chiaramente come viene affrontato questo contratto, quali sono le cautele e le garanzie. Gran parte di queste delibere autorizzative fanno riferimento alla curva forward; quindi, molti comuni pensano di essere garantiti dal fatto che la barriera è superiore alla curva forward. Come tutti sappiamo, invece, la curva forward non è una previsione sul futuro, ma è l'attualizzazione ad oggi del tasso a breve, rispetto a 10 anni, a 15 anni e così via; quindi, non è una previsione, perché sicuramente domani si avrà un alto valore, ma è semplicemente l'attualizzazione di un contratto ad oggi.

PRESIDENTE. In che modo funzionava il cap? Per verificare se ho compreso bene il ragionamento faccio un esempio: un comune si rivolge ad una banca facendo presente che ha un debito al tasso del 5 per cento con la Cassa depositi e prestiti; chiede alla banca un prestito che viene concesso al 4 per cento e si impegna a pagare il variabile e ricevere il fisso. Esiste, però, una norma nella quale si afferma che, qualora il variabile vada oltre il tasso a dieci anni, il cliente lo deve pagare come deve pagare anche il rischio.

RITA ARRIGONI, Consigliere della Corte dei conti. In genere gran parte dei contratti precedenti il 2004 seguono il seguente meccanismo: l'ente locale parte da un tasso fisso originario, quello con la Cassa depositi e prestiti (del 5,5 per cento), quindi su questo contratto si fa uno swap; chiede alla banca il 5,5 per cento che deve dare alla Cassa depositi e prestiti per coprirsi su quel fronte pagando

alla banca in contro prestazione il 4,5 per cento, guadagnando l'1 per cento di differenza perché il costo del debito non è più al 5,5 per cento, ma al 4,5 per cento; quindi, subentra la scommessa del cap, una scommessa sul futuro, cioè sulla variazione del tasso a pronti Euribor che può avere delle oscillazioni, per cui si fissa una barriera superiore.

A questo punto le possibilità sono due: il tasso dell'Euribor è stabile, quindi si continua a pagare il 4,5 per cento all'intermediario finanziario; il tasso va oltre una soglia (ad esempio il 4,5 per cento previsto per il 2009), cioè l'Euribor taglia questa barriera e supera il 4,5 per cento.

---

Pag. 8

---

In questo caso allora l'ente sarà costretto a pagare l'Euribor (che potrà diventare 5 per cento, 7 per cento, 9 per cento e così via) più lo spread pattuito.

PRESIDENTE. Quindi per tradurlo in un linguaggio più semplice: la banca che è un grande istituto di credito si può finanziare sull'Euribor perché acquista dei titoli; concede prestiti agli enti ad un tasso più basso di quello della Cassa depositi e prestiti. In un determinato momento acquista al 2,5 per cento e concede il prestito al 4 per cento facendo risparmiare anche il cliente. Se per caso, però...

ALBERTO LUVI. La banca si fa pagare due volte.

PRESIDENTE. No, solo una volta; infatti, finché l'Euribor sta sotto un certo livello guadagnano sia la banca che il cliente, mentre quando l'Euribor è più alto dell'interesse pagato dal cliente, l'istituto di credito si tutela inserendolo; quindi, la morale è questa: quando c'è da guadagnare si guadagna in due, quando c'è da perdere perde solo l'acquirente.

RITA ARRIGONI, Consigliere della Corte dei conti. È chiaro che essendoci un cap venduto il contratto tende ad essere più vantaggioso per l'ente locale, invece se il cap viene acquistato e l'ente locale si fornisce di una garanzia, oltre la quale non paga, il contratto diventa più sicuro ma, certamente, meno vantaggioso; infatti, ciò che rende vantaggioso il contratto per l'ente è la scommessa sul futuro, salvo il fatto che, poi, affronta un rischio. È chiaro che la banca si muove in orizzonti finanziari molto diversi dal singolo ente o dalla singola impresa che ricorre a questi strumenti; infatti, l'istituto finanziario investe sui mercati mondiali e vende questi contratti che, a volte, possono apparire anche non vantaggiosi, ma che in quel momento possano essere interessanti perché maggiormente speculativi.

Le banche erano molto interessate all'acquisto del cap e non hanno molto gradito la doppia barriera istituita dal Ministero dell'economia e delle finanze.

Signor presidente, lei aveva fatto riferimento ad un istituto di credito che usa molto la scalettatura, di solito quello che noi abbiamo detto va a periodi. Ogni periodo ha un suo cap ed una diversa altezza (ad esempio si inizia al 4,5 per cento, poi nei cinque anni successivi il cap arriverà al 6 per

cento e nel trentennio di swap al 6,5 per cento circa) perché più la scadenza è lontana più si può pensare che la variazione storica dell'andamento Euribor porti, fra trenta anni, al 6-7 per cento. La scalettatura considera periodi, che in genere sono di 5 anni, più brevi che arrivano anche ad un anno, questo scalettato per trenta anni. Su questo tipo di contratto è difficile orientarsi perché ogni anno cambiano i valori; quindi, un ente che stipula quel contratto è impossibilitato a valutare il calcolo probabilistico del rischio che affronta perché il contratto si trasforma in una struttura complessa che, anche secondo il regolamento della CONSOB, è difficilmente valutabile e prevedibile esponendo a maggiori rischi. C'è un istituto di credito - non faccio nomi - che utilizza molto questi contratti scalettati.

PRESIDENTE. Scusi, perché non può fare i nomi? I dati che acquisite sono coperti da qualche segreto?

RITA ARRIGONI, Consigliere della Corte dei conti. In parte, presidente, perché, pur non essendoci segreti, sussiste un aspetto fondamentale. In questi contratti gli istituti di credito chiedono riservatezza all'ente e quest'ultimo fornisce i dati alla Corte perché sussiste un'istruttoria. Tuttavia, la Corte potrebbe fornire delle notizie su qualunque richiesta specifica della Commissione, ma allora sarebbe bene fornirle per tutti gli istituti di credito.

Quindi, se la Commissione volesse un riferimento preciso sul metodo operativo delle banche, saremmo disponibili ad inviare un documento su quelle presenti nei contratti, evidenziando accanto ad ognuna di loro il metodo operativo dei contratti: questo si può fare benissimo perché coinvolge e mette tutti sullo stesso piano.

---

Pag. 9

---

PRESIDENTE. Ovviamente non insisto, ma le sarei grato se potesse inviarci tutto ciò.

RITA ARRIGONI, Consigliere della Corte dei conti. Nei contratti successivi anche gli enti di piccole dimensioni si sono regolati con una certa cautela, che però ha avuto un risvolto non troppo positivo. Voler riportare i contratti in linea con le disposizioni regolamentari del Ministero dell'economia - anche su sollecitazione delle banche a ricontrattarli e rimodularli, visto che loro stesse sono interessate a rimanere nei vincoli e nei limiti di legge perché hanno rating ed una credibilità sul mercato - e considerando che la grandissima percentuale dei contratti aveva valori negativi (il cosiddetto mark to market negativo), ha comportato il pagamento del corrispondente valore di perdita per la chiusura del contratto in quel momento.

Di conseguenza, si è associata - credo che ciò sia anche motivo di riflessione - la corresponsione di up-front girati agli intermediari finanziari per pagare il valore negativo del contratto.

PRESIDENTE. Accendendo un nuovo contratto!

RITA ARRIGONI, Consigliere della Corte dei conti. Accendendo un nuovo contratto con condizioni che, in genere, considerato anche il nuovo up-front che doveva essere incassato per girarlo alla banca, nascevano già squilibrate. Quindi, la nuova tendenza a rinegoziare e smontare in continuazione i contratti di swap può essere pericolosa, anche perché nascono con un margine di scommessa che occorre aspettare che si realizzi. Se la «scommessa» non ha buon esito, si ricontratta nuovamente con valori negativi, andando ad un successivo peggioramento delle condizioni: quindi, in questo sistema è insita anche una certa pericolosità.

Tale aspetto è stato notato nel 2004, quando più della metà dei contratti acquisiti dagli enti sono stati ricontrattati per riportarli alla doppia soglia, la quale non è sempre vantaggiosa perché rispetto alla stessa le banche si sono premunite. Prima dicevo che avere una barriera con vendita di cap alle banche è favorevole perché in questo caso non c'è garanzia. Quindi, occorre pretendere una garanzia (se l'Euribor salisse oltre il 5 per cento, lo pagherei anche con uno spread del 2 per cento ma al massimo pago l'8 per cento).

PRESIDENTE. Questo è il doppio cap?

RITA ARRIGONI, Consigliere della Corte dei conti. Questa è garanzia. Contemporaneamente, facendo il collar, vendo il floor, che è sempre a vantaggio della banca. Il collar è sempre fatto in questo modo: esiste una soglia superiore, che dovrebbe essere a vantaggio dell'ente (è la garanzia perché al di sopra non si paga) ed una soglia inferiore, che è a vantaggio della banca (al di sotto di una cifra non si paga). Ad esempio, se l'Euribor scendesse al 2 per cento, continuerei a pagare il 4; se pago mezzo Euribor più il 2 per cento e se l'Euribor salisse oltre il 6 per cento, pagherei l'Euribor più il 2 per cento ma, comunque, non più dell'8. Infine, se l'Euribor scendesse al 2 per cento come ora, non pagherei l'Euribor al 2 per cento ma al 4 per cento, cioè un fisso.

PRESIDENTE. Quindi, la banca si finanzia su l'Euribor e guadagna la differenza.

RITA ARRIGONI, Consigliere della Corte dei conti. Esatto. La conseguenza è che aver sistemato i contratti in questo modo ha comportato che, in genere, il floor, cioè la barriera inferiore, è posta ad un parametro molto alto, tipo il 4 o il 5 per cento: quindi, oggi stanno tutti sotto perché l'Euribor a pronti è intorno al 2 per cento. Queste sono le caratteristiche delle variazioni dei contratti per gli enti locali, regioni e comuni.

La differenza fondamentale è che i comuni grandi si sono attrezzati maggiormente e tale differenza si nota man mano che si sale. Ad esempio, se dal comune di Latina - che ha poco più di 100 mila abitanti - si passasse progressivamente

fino ad arrivare al comune di Roma, troveremmo delle differenti professionalità, addirittura la creazione di dipartimenti con tecnici altamente qualificati ed interessati specificatamente ai contratti sui derivati. L'altra differenza con i piccoli comuni è che non esiste più la frenesia di abbassare il costo del debito ma delle filosofie più ampie; in qualche caso esiste lo spostamento dell'onere sugli esercizi futuri ma nei grandi comuni, a Roma è stato notato, a volte ciò che guida è una filosofia più ampia.

PRESIDENTE. La stabilità nel tempo.

RITA ARRIGONI, Consigliere della Corte dei conti. Inoltre, si cerca di avvantaggiarsi di questi strumenti ma in modo molto cautelato, ragionevole, con una strategia di ristrutturazione completa del debito (troppo fisso, troppo variabile, secondo il momento) e, quindi, con un approccio completamente diverso. Il comune di Roma ha una certa struttura ma altri enti, come le regioni che non hanno un'organizzazione di questo genere, si sono premuniti con gli studi legali. In genere i contratti delle regioni sono in lingua inglese e con una disciplina ed un'interpretazione del contratto secondo il diritto inglese. In questo caso le regioni più attrezzate che non hanno un dipartimento o una struttura particolare si rivolgono agli studi. Tali studi sono molto importanti e specializzati in queste materie: di solito ne hanno uno di lingua inglese a Londra ed uno di lingua italiana in Italia. Anche questo è un modo per attrezzarsi, costoso ma meglio questo che niente.

Le regioni hanno fatto meno ricorso ai contratti sui derivati. Nel 2000 pochissimo e fino al 2003 cinque regioni a statuto ordinario non avevano mai fatto ricorso ai derivati (Piemonte, Veneto, Emilia-Romagna, Marche, Basilicata) e mai stipulato contratti di swap. Il Piemonte e il Veneto sono contrari agli swap e i responsabili dei loro uffici finanziari non vogliono neanche sentirne parlare. L'Emilia-Romagna si è affacciata sul mercato per la prima volta nel 2004 con un contratto di swap. Pur essendo contraria a tutto ciò, l'ha fatto per far fronte ai disavanzi nella sanità con conseguente ricorso al debito, ma anche per le sanzioni (se non si rispettasse la copertura del disavanzo, si perderebbe l'integrazione del finanziamento per la sanità): quindi, diventa molto urgente trovare il modo di coprire questi disavanzi. Il primo contratto è stato molto prudente perché è stato stipulato a tasso variabile con la Cassa depositi e prestiti, cautelandosi con uno swap a tasso fisso.

Di fronte alla possibilità di una variabilità dei tassi ha preferito una situazione di garanzia. Nel 2004, però, improvvisamente si riscontra un certo fermento nella stipula di contratti derivati, con un'operatività molto effervescente, come dimostra il fatto che l'aumento del capitale swappato del 2004 sul 2003 è di oltre il 50 per cento (circa il 57 per cento, per l'esattezza).

GIORGIO BENVENUTO. Non credo si possa dire che questo fenomeno si sia verificato «improvvisamente», essendo piuttosto avvenuto in stretta concomitanza con il periodo elettorale: si è trattato di una scelta politica, soprattutto per le regioni che presentavano al momento maggiori difficoltà.

RITA ARRIGONI, Consigliere della Corte dei Conti. Certo, è probabile, si tratta comunque di una valutazione che compete più a questa Commissione che a me. Innanzitutto, esaminando la tipologia contrattuale del 2004, si riscontrano emissioni obbligazionarie nei programmi Mtm, cioè, a lungo termine, sostanzialmente destinate - nel quadro della programmazione regionale - ad investimenti, sviluppo e interventi effettuati dalla regione - in un certo momento politico - in risposta alle esigenze della cittadinanza. Per quanto riguarda i contratti osservati e valutati, quasi tutti redatti in lingua inglese, si registra una maggiore cautela nella loro adozione, nel deliberarne la stipula e nella valutazione delle condizioni contrattuali. I casi di ricontrattazione registrati non

---

Pag. 11

---

sono, in ogni caso, numerosissimi. Dati di rilievo per la dimensione dei contratti si riscontrano per le regioni Lazio e Lombardia, come risulta dalle tabelle allegate alla documentazione consegnata. L'importo notevole degli swap è stato considerevolmente «assorbito» da queste regioni - che hanno effettuato cospicue emissioni in dollari - per operazioni di copertura del tasso di cambio, interventi di ammortamento (sono state tutte emissioni bullet, con restituzione alla scadenza ed obbligo o di creare un fondo di ammortamento oppure di ricorrere allo swap; quasi tutte le regioni, comunque preferiscono la seconda soluzione alla prima) e copertura del rischio di variazione del tasso di interesse: solitamente, infatti, le emissioni sono a tasso variabile, e le regioni richiamate hanno ritenuto opportuno garantirsi anche a riguardo. Dunque, si sono registrati swap su tassi di cambio, su tassi di interesse, e amortising swap, cioè swap per trasformare in lineare l'ammortamento delle emissioni bullet e assicurare una garanzia ai tassi variabili.

Ad eccezione di Lombardia, Liguria e Friuli, ad aver fatto ricorso ai contratti swap con maggior propensione, sono state comunque soprattutto le regioni centromeridionali. Tutte le regioni interessate, in ogni caso, hanno trasmesso copia dei contratti di swap alla Corte, nessuna di esse ha mancato di collaborare, attesa la rapidità con cui si è proceduto all'acquisizione di informazioni.

GIORGIO BENVENUTO. Ringrazio i rappresentanti della Corte dei conti per ciò che è stato detto e il materiale trasmesso alla Commissione, che studierò con gran attenzione, anche tenuto conto dei lavori del Senato. Si tratta di un fenomeno completamente diverso rispetto a quello che ha interessato il sistema imprenditoriale, e che vede una forte concorrenza fra gli istituti di credito nella corsa al finanziamento - con manovre che rischiano di divenire speculative - delle aziende maggiormente in difficoltà. Ciò premesso, vorrei chiedere ai nostri ospiti un chiarimento a proposito degli enti locali, nella consapevolezza della diversità di situazione, e apprezzando molto quanto è stato detto in questa sede.

Avendo potuto esaminare tutti i dati relativi a Crediop-Dexia, istituto molto attivo nella concessione di finanziamenti, vorrei sapere riguardo al fenomeno di cui si discute - anche alla luce di esperienze condotte in altri paesi (Inghilterra e Francia), ove si è addirittura assistito a casi di fallimento di enti locali (comuni, per l'esattezza) - se esiste una concorrenza tra le banche e se sussiste il rischio, per i comuni maggiormente indebitati, di operazioni «disinvolte» da parte degli istituti creditizi. Sebbene in proposito, i rappresentanti di Crediop-Dexia ci abbiano garantito di agire secondo i criteri del buon padre di famiglia, trovo scarsamente rassicurante che vi siano regioni fortemente indebitate, responsabili di aver effettuato operazioni repentine e di portata notevole. È noto, infatti, che il ricorso all'indebitamento sia fortissimo in alcune regioni del nostro paese, anche con proiezioni molto spinte nel tempo.

Alla luce di ciò, apprezzerei sapere se - in ragione di un vuoto normativo, o di una carenza nel controllo - sia possibile per le banche più disinvolte finanziare - con questo meccanismo - i comuni più indebitati, analogamente a quanto avviene nel settore del risparmio, ove le maggiori fonti di profitto per gli istituti creditizi sono rappresentate dai cosiddetti «titoli spazzatura». Esiste questo rischio? Ne avete potuto appurare la sussistenza?

PRESIDENTE. Prima di cedere la parola alla dottoressa Arrigoni per la replica, vorrei porre anch'io una domanda. Dobbiamo temere la possibilità che alcuni comuni finiscano in bancarotta per effetto del ricorso a questi strumenti? Dobbiamo temere che l'accumulazione di simili contratti possa, ad un certo punto, avere esiti negativi realmente preoccupanti, oppure ritenete che la dimensione del fenomeno non sia tale da divenire drammatica?

RITA ARRIGONI, Consigliere della Corte dei Conti. Nei confronti di comuni

-----  
Pag. 12  
-----

che presentano difficoltà e cominciano a «smontare» continuamente questi contratti si può creare un circolo vizioso capace di condurre ad un reale peggioramento finanziario. Le banche, in ogni caso, si cautelano molto di fronte ad enti che presentano difficoltà. In genere, ci risulta che nel contrattare le banche si informino dell'avanzo o del disavanzo dell'amministrazione (entrate, entrate tributarie, entrate proprie, spese, andamento delle spese, indicatori di sostenibilità dell'ente): più l'ente dimostra di avere un bilancio sostenibile e maggiore la possibilità di ottenere condizioni favorevoli. Nei confronti di enti che non sono in condizioni molto favorevoli, i contratti contengono - oltre alle clausole di cui parlava il presidente (operatore qualificato o esclusione dell'eccessiva onerosità) - una clausola ulteriore, rivendicando la possibilità di immediata risoluzione del contratto, al valore contrattuale anche negativo del momento, nel caso in cui le condizioni dell'ente si presentino pericolose per l'inadempimento (inadempimento di alcuni contratti, pignoramenti e sequestri, mancata corresponsione di controprestazioni a fornitori).

C'è una lunga casistica di piccoli inadempimenti contrattuali, non nei confronti dell'intermediario finanziario, ma dei contraenti dell'ente, che crea la possibilità di una immediata risoluzione del contratto con liquidazione di valore mark to market negativo. Esiste, quindi, un caso in cui esiste questo pericolo; infatti, quando c'è un ente che si presenta male, la banca si cautela imponendogli condizioni capestro per cui, basta che si verifichi la risoluzione di un contratto o quant'altro e, immediatamente, l'intermediario finanziario liquida il contratto con un valore negativo peggiorando quindi la situazione dell'ente che, di passo in passo, può diventare difficilissima.

Nel fare le distinzioni tra gli istituti di credito posso affermare che Dexia opera con molta cautela e professionalità; comunque esiste la concorrenza tanto che si sono create delle nicchie di mercato. Ad esempio nel Mezzogiorno c'è un istituto di credito che serve quasi tutti gli enti locali meridionali adottando quei contratti di cui parlavo prima.

È chiaro che oggi, con un regolamento come quello del Ministero dell'economia e delle finanze, ci sono dei limiti, quindi anche le banche ci tengono a comportarsi in maniera corretta; però, ho visto che l'istituto finanziario meridionale, di cui ho parlato poc'anzi, anche nel 2004 utilizza contratti in cui è presente la scalettatura, cioè ha mantenuto quel tipo di contratti complessi che la Consob, che in questo campo rappresenta l'organo che può dare un giudizio di expertise, considera più rischiosi.

PRESIDENTE. Ringrazio i nostri ospiti per l'interessante contributo che ci hanno proposto e sottolineo che naturalmente saremo lieti di acquisire tutto il materiale e la documentazione che vorranno lasciare a nostra disposizione.

Dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 15.05.





COMMISSIONE VI  
FINANZE  
Resoconto stenografico

INDAGINE CONOSCITIVA

---

Seduta di martedì 17 maggio 2005

---

Pag. 3

---

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE ANTONIO MARZANO

La seduta comincia alle 13.40.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso impianti audiovisivi a circuito chiuso.  
(Così rimane stabilito).

Audizione di rappresentanti dell'International swaps and derivatives association (ISDA).

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, l'audizione di rappresentanti dell'International swaps and derivatives association (ISDA).

Do il benvenuto ai rappresentanti dell'ISDA, l'avvocato Gianluigi Gugliotta, Director of European policy, l'avvocato Massimiliano Danusso, consulente, e l'avvocato Lisa Curran, consulente dell'International swaps and derivatives association. Ringraziandoli per essere intervenuti, cedo loro la parola.

GIANLUIGI GUGLIOTTA, Director of European policy dell'International swaps and derivatives association. Grazie presidente. La nostra associazione è grata per l'interesse manifestato dalla Commissione per l'attività che svolge in questo ambito particolare. Sono presenti insieme a me l'avvocato Danusso e l'avvocato Curran, che sono i nostri consulenti italiani in materia di derivati ai quali do volentieri la parola.

MASSIMILIANO DANUSSO, Consulente dell'International swaps and derivatives association. L'avvocato Curran ed io siamo due legali dello studio Allen & Overy, uno studio internazionale con sede anche in Italia che assiste l'ISDA in vari paesi su tematiche concernenti gli strumenti finanziari derivati. Abbiamo pensato di fornire oggi a questa Commissione una breve presentazione su come funziona la contrattualistica internazionale in materia di derivati.

LISA CURRAN, Consulente dell'International swaps and derivatives association. ISDA, sin dal momento della sua fondazione avvenuta nel 1985, ha come principale obiettivo quello di identificare e ridurre le fonti di rischio esistenti nel mercato dei derivati. Questa Commissione sicuramente sa bene che i derivati sono strumenti per la gestione del rischio. Principalmente, il rischio che le parti hanno presente quando stipulano un contratto derivato è un rischio di mercato; così facendo, però, una parte si espone anche ad un rischio di credito verso l'altra controparte. Come è stato già rappresentato a questa Commissione in altre audizioni, il mercato dei derivati (OTC) non è regolamentato, non esiste una controparte centrale e non esiste un sistema di compensazione e garanzia, quindi il rischio di credito deve essere per forza gestito su base bilaterale. La documentazione ISDA introduce varie tecniche proprio per affrontare e ridurre questo rischio di credito.

Le tecniche di riduzione del rischio di credito sono principalmente tre. Innanzitutto, esiste il cosiddetto mark to market: i derivati vengono sottoposti ad una verifica

---

Pag. 4

---

periodica del loro valore di mercato corrente; tale verifica viene normalmente compiuta con cadenza giornaliera. Così facendo si riesce a calcolare qual è il valore di un contratto non solo nel momento in cui è stipulato, ma ogni giorno della sua durata, in quanto, visto che i parametri sottostanti sono soggetti a cambiamenti, è evidente che anche il valore del contratto sarà soggetto a frequenti mutazioni.

Una volta stabilito il valore di ciascun contratto, l'altro fattore importante per le parti è quello di poter utilizzare il netting, un istituto che ormai si trova anche nella legislazione italiana, più precisamente nel decreto legislativo che ha dato attuazione alla direttiva sulle garanzie finanziarie. Spesso, però, il netting viene tradotto con il termine di «compensazione», anche se in realtà significa qualcosa di più. Infatti andrebbe tradotto anche con il termine «risoluzione», perché è il diritto di risolvere tutte le operazioni in essere al momento in cui si verifica un inadempimento, per calcolare poi l'ammontare dovuto per ciascuna operazione ai fini della compensazione. Ciò che si vuole evitare è che, nel caso di ammissione di una delle controparti ad una procedura di insolvenza, il curatore fallimentare possa scegliere quale operazione continuare e quale no, ovviamente portando avanti quelle in profitto per il fallito e interrompendo quelle in perdita, costringendo così le banche a insinuarsi nel passivo (cosa che sarebbe un disastro per loro in quanto hanno nei loro libri centinaia di operazioni con ogni controparte). La documentazione ISDA ha come scopo principale che tutte le operazioni siano risolte insieme in modo da raggiungere una compensazione unica tra le parti. Operando la compensazione si arriva ad una esposizione netta tra le parti.

La terza tecnica di riduzione del rischio è quella che nella documentazione ISDA viene chiamata credit support: mi riferisco alle garanzie reali e finanziarie scambiate tra le parti giorno per giorno per coprire l'esposizione netta esistente.

Al cuore della struttura ISDA è collocato il cosiddetto master agreement, di cui esistono varie versioni. Le prime sono state realizzate nel 1987 e sono ormai quasi obsolete; le versioni più utilizzate attualmente sul mercato sono quelle del 1992 e del 2002. Il master agreement disciplina il rapporto legale e di credito tra le parti, include quindi le dichiarazioni fornite dalle parti, gli eventi di inadempimento e di risoluzione; esso è composto da una parte standard e da un allegato, la schedule, che ha la funzione di adeguare lo standard alle specifiche esigenze delle parti. Il master agreement incorpora ogni confirmation, ossia i contratti stipulati per ogni operazione finanziaria. Ciascuna confirmation specifica i termini e le condizioni economiche di ogni operazione finanziaria ed è incorporata nel master agreement in modo che non si possa scegliere se confermarne una piuttosto che un'altra, in quanto tutti i documenti costituiscono un unico rapporto giuridico. Avendo presente questa situazione passo alla trattazione della documentazione ISDA nel suo complesso.

La parte principale è rappresentata dal master agreement, mentre in posizione più decentrata troviamo le confirmations. Le cosiddette confirmations (short form) possono essere stipulate dalle parti; al riguardo, l'ISDA ha registrato un mercato conosciuto e ben regolato che vede il consenso dei vari operatori sulle principali definizioni di cui si abbisogna quando vengono concluse queste particolari operazioni. L'ISDA ha pubblicato libri di definizioni su operazioni riguardanti il tasso di cambio, il rischio di credito, gli strumenti di capitale e le merci. Esistono vari libri di definizioni che possono essere incorporate nella confirmation per fare in modo che quest'ultima risulti in un breve documento di due o tre pagine.

Le confirmations (long form), invece, sono quelle che le parti concludono nell'ambito di un mercato nuovo, in assenza di un libro di definizioni: mi riferisco, ad esempio, al mercato dei derivati sul tempo.

Oltre al master agreement e alle confirmations vi sono poi i cosiddetti credit support documents, i quali disciplinano le garanzie finanziarie che le parti si scambiano. Esistono varie versioni di documenti

---

Pag. 5

---

relativi alle garanzie finanziarie; in ogni caso la più utilizzata in Italia è, sicuramente, quella disciplinata dalla normativa inglese riguardante il trasferimento di proprietà delle azioni. Usando la terminologia italiana questa particolare fattispecie costituisce un pegno irregolare sulle garanzie finanziarie.

Vi sono altri documenti disciplinati dalla normativa giapponese per il mercato asiatico, dalla normativa newyorkese e così via, anche se in Italia il più utilizzato è quello che ho appena descritto. I cosiddetti contratti bridge fungono letteralmente da ponte tra l'ISDA master agreement e gli altri accordi quadro esistenti nei mercati finanziari. Non mi riferisco ai contratti sui derivati, ma a quelli che alimentano il mercato sul prestito titoli, sui pronti contro termine e sull'energia elettrica. Tramite questi ponti, nel caso in cui una delle parti fallisca, si possono risolvere non solo tutti i derivati in essere, ma anche tutti i prestiti titoli, i pronti contro termine e le operazioni di compravendita di energia elettrica. Si tratta di un modo per ridurre il rischio di credito a cui vanno incontro le parti e, in particolare, le banche.

MASSIMILIANO DANUSSO, Consulente dell'International swaps and derivatives association. Signor presidente, esaminerò ora un paio di clausole specifiche. In ogni caso, vorrei ricapitolare le tematiche fin qui affrontate per sincerarmi che abbiate ben compreso il quadro appena descritto dall'avvocato Curran.

Quando una controparte italiana intende stipulare un contratto con una banca italiana o estera si addiène, innanzitutto, alla redazione dell'ISDA master, un documento standard composto da alcune pagine contenenti le condizioni generali di contratto. All'ISDA master viene collegata una schedule di condizioni generali volte alla regolamentazione di tutti i rapporti fra i due soggetti. Queste condizioni sono, però, da considerarsi specifiche per il tipo di relazione intercorrente tra una determinata banca ed una determinata società. Viene, quindi, stipulato un master agreement standard, con una schedule che adegua lo standard alle esigenze contrattuali tra le parti. In seguito, ogni volta che si addiène ad operazioni di interest rate swap, o a quelle precedentemente illustrate dall'avvocato Curran, viene stipulata dalle parti la cosiddetta confirmation, un documento molto più breve (composto da due o tre pagine) indicante i specifici dettagli dell'operazione in oggetto. Per il resto si rinvia all'ISDA master che rimane in vigore per tutta la durata del rapporto, quindi per svariati anni.

Ogni confirmation regola un'operazione specifica e tutte assieme confluiscono all'interno dell'ISDA master contenente delle clausole come, ad esempio, quella relativa al single agreement. Attraverso di essa viene stabilito che tutte le confirmations debbono intendersi parte di un medesimo contratto; ciò, in caso di default, consente di chiudere tutte le operazioni nel medesimo momento.

Inoltre, attraverso i bridge, si chiudono anche ulteriori operazioni rappresentate, ad esempio, dai pronti contro termine e così via.

In riferimento all'aspetto più importante rappresentato dal netting, il sistema offerto dall'ISDA consente di chiudere l'intero rapporto in caso di event of default, sostanzialmente di bankruptcy. Come dicevamo, gli events of default sono quelli tipici di qualunque rapporto finanziario e riguardano l'inadempimento, le obbligazioni riferite ad ognuna delle confirmations, il cross default, le violazioni delle representations concesse dalle parti e tutte le ipotesi di bankruptcy (fallimento, liquidazione coatta amministrativa, legge Prodi).

Si distingue tra events of default che determinano la risoluzione del contratto a seguito di una notifica ed events of default legati all'insolvenza che determinano una risoluzione automatica del contratto (automatic early termination).

Le previsioni ISDA di close-out netting consentono la chiusura di ogni rapporto e la compensazione.

Per lungo tempo, in Italia, vi è stata incertezza circa la validità di queste clausole

nelle ipotesi di fallimento, ma negli ultimi tempi la legislazione si è evoluta. In particolare, l'articolo 203 del TUF, l'articolo 76 della legge fallimentare e le nuove norme in materia di implementazione della collateral directive - mi riferisco alle norme comunitarie sulla bankruptcy regulation - hanno permesso che nel nostro paese la questione dell'enforcement delle clausole dell'ISDA master, in materia di netting e close-out, diminuisse di significato. Sostanzialmente, infatti, si ritiene che queste clausole, nella stragrande maggioranza dei casi (malgrado l'esistenza di qualche eccezione come nel caso della Parmalat), siano valide, cioè enforceable.

In generale l'ISDA, per ogni paese in cui opera, richiede ad uno studio legale la netting e la collateral opinion. Queste ultime vengono indirettamente richieste anche dal regolamento della Banca d'Italia per consentire ad una banca italiana che stipula dei derivati di registrarli nei propri libri con una ponderazione ridotta rispetto a quella ordinaria.

Come appena sottolineato, l'ISDA, per ottenere le netting e le collateral opinions, si rivolge a studi legali dei singoli paesi per poi mettere a disposizione dei suoi membri i conseguenti dati. Queste leggi, in particolare, si occupano delle previsioni di netting e di enforcement and collateral in tutti i casi di fallimento, bankruptcy e, comunque, di insolvenza delle imprese. Quindi, più l'opinion afferma che le clausole di netting e di collateral sono eseguibili e valide in un determinato paese, più è facile per le banche - internazionali in particolare - operare stipulando contratti derivati. Per l'Italia, la netting e la collateral opinion sono rilasciate dal nostro studio Allen & Overy. Nel documento che lasceremo alla Commissione abbiamo indicato una serie di paesi nel mondo in cui l'ISDA opera e rispetto ai quali sono disponibili la netting e la collateral opinion.

LISA CURRAN, Consulente dell'International swaps and derivatives association. L'ISDA spinta anche dalla Banca dei regolamenti internazionali, ha girato nel mondo per avere i pareri legali, relativamente ai patrimoni di vigilanza che devono avere le banche rispetto alle loro controparti, per poter beneficiare delle esposizioni nette e non lorde. La Banca dei regolamenti internazionali ha chiarito che occorre avere certezza circa il funzionamento delle regole, per cui l'ISDA si è mossa in 43 paesi nel mondo, dove è stato detto che le clausole di closer netting sono enforceable (sono 34 attualmente i paesi che hanno ottenuto i pareri).

In Italia ci sono pareri che coprono tutte le imprese, dalle banche, alle società di risparmio, alle spa, alle srl. Restano esclusi gli enti locali e le imprese di assicurazione.

PRESIDENTE. Che applicazione si dà alla borsa elettrica?

LISA CURRAN, Consulente dell'International swaps and derivatives association. Trattandosi di un mercato regolamentato, la documentazione ISDA non è rilevante, poiché si tratta di derivati over the counter.

PRESIDENTE. C'è un progetto al riguardo?

LISA CURRAN, Consulente dell'International swaps and derivatives association. C'è un progetto, ma non mi sembra che abbia avuto sviluppi.

PRESIDENTE. Se i colleghi non hanno altre domande, ringrazio i nostri ospiti per la loro chiarezza espositiva e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 14.05.





## Ultimi dossier del Servizio Studi

51	Schede di lettura	Atto del Governo n. 33. "Schema di decreto ministeriale recante definizione delle classi dei corsi di laurea delle professioni sanitarie infermieristiche e ostetrica, della riabilitazione, tecniche e della prevenzione"
52	Testo a fronte	Atto del Governo n. 34. "Schema di decreto ministeriale recante definizione delle classi dei corsi di laurea magistrale delle professioni sanitarie"
53	Schede di lettura	Disegno di legge A.S. n. 1061 "Conversione in legge del decreto-legge 29 settembre 2008, n. 150, recante proroga della partecipazione italiana a missioni internazionali per l'anno 2008"
54	Schede di lettura	Disegno di legge A.S. n. 1108 "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 1° settembre 2008, n. 137, recante disposizioni urgenti in materia di istruzione e università"
55	Testo a fronte	Testi a fronte dei disegni di legge AA. SS. nn. 437, 709, 799, 926, 940 e 1084 in materia di banche popolari
56	Testo a fronte	I disegni di legge AA.SS. nn. 276, 330, 397, 398, 480, 510 e 1029 in materia di disciplina dell'attività venatoria
57	Dossier	Aspetti di rilievo costituzionale del federalismo fiscale
58	Dossier	Spunti informativi attinenti alla ricerca sul nucleare
59	Schede di lettura	Disegno di legge A.S. 1078 "Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee - Legge comunitaria 2008"
60	Dossier	Libano
61	Schede di lettura	Disegno di legge A.S. n. 1152 "Conversione in legge del decreto-legge 23 ottobre 2008, n. 162: adeguamento prezzi materiale da costruzione; sostegno autotrasporto, agricoltura e pesca professionale; finanziamento G8 e adempimenti tributari sisma 1997"
62	Schede di lettura	Disegni di legge AA.SS. nn. 125, 674, 756, 776, 1027, 1079 e 1093 in materia di prostituzione

Il testo del presente dossier è disponibile in formato elettronico PDF su Internet, all'indirizzo [www.senato.it](http://www.senato.it), seguendo il percorso: "Leggi e documenti - dossier di documentazione - Servizio Studi - Dossier".