

Camera dei Deputati
6^a 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 (¹).

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

(¹) 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 ⁽²⁾.

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 ⁽³⁾. 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 ⁽⁴⁾.

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

⁽²⁾ 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.

⁽³⁾ 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.

⁽⁴⁾ 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 ⁽⁵⁾. Un protocollo d'intesa, recentemente concluso tra le due Autorità, stabilisce le modalità di coordinamento e cooperazione.

⁽⁵⁾ 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*) ⁽⁶⁾, 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

⁽⁶⁾ 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 ⁽⁷⁾, 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

⁽⁷⁾ 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 ⁽⁸⁾, 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 ⁽⁹⁾.

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 ⁽¹⁰⁾. 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 ⁽¹¹⁾.

⁽⁸⁾ 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.

⁽⁹⁾ 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.

⁽¹⁰⁾ 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.

⁽¹¹⁾ 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 ⁽¹²⁾.

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.

⁽¹²⁾ 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 ⁽¹³⁾ 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

⁽¹³⁾ 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.

Desti 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. %
Totale contratti	189.346	315.248	66%	6.885	7.361	7%
Totale derivati su cambi	21.504	30.508	42%	1.135	958	-16%
<i>Forward e scambi di valuta</i>	<i>10.977</i>	<i>15.055</i>	<i>37%</i>	<i>472</i>	<i>355</i>	<i>-25%</i>
<i>Swap</i>	<i>6.037</i>	<i>8.179</i>	<i>35%</i>	<i>547</i>	<i>455</i>	<i>-17%</i>
<i>Opzioni</i>	<i>4.490</i>	<i>7.273</i>	<i>62%</i>	<i>116</i>	<i>149</i>	<i>28%</i>
Totale derivati su tassi	139.867	221.706	59%	3.977	3.670	-8%
<i>Forward rate agreement</i>	<i>9.390</i>	<i>14.191</i>	<i>51%</i>	<i>16</i>	<i>24</i>	<i>46%</i>
<i>Interest rate swap</i>	<i>110.593</i>	<i>174.472</i>	<i>58%</i>	<i>3.600</i>	<i>3.163</i>	<i>-12%</i>
<i>Opzioni</i>	<i>19.884</i>	<i>33.043</i>	<i>66%</i>	<i>361</i>	<i>483</i>	<i>34%</i>
Totale derivati su azioni	3.219	5.683	77%	366	646	77%
<i>Forward e swap</i>	<i>555</i>	<i>1.339</i>	<i>141%</i>	<i>56</i>	<i>125</i>	<i>125%</i>
<i>Opzioni</i>	<i>2.664</i>	<i>4.344</i>	<i>63%</i>	<i>310</i>	<i>522</i>	<i>68%</i>
Totale derivati su materie prime	1.059	5.268	397%	124	506	308%
<i>Oro</i>	<i>271</i>	<i>352</i>	<i>30%</i>	<i>23</i>	<i>43</i>	<i>81%</i>
<i>Altre materie prime</i>	<i>789</i>	<i>4.916</i>	<i>523%</i>	<i>101</i>	<i>464</i>	<i>361%</i>
Totale derivati su crediti (CDS)	4.696	21.897	366%	98	357	265%
<i>Strumenti single-name</i>	<i>3.757</i>	<i>14.339</i>	<i>282%</i>	<i>82</i>	<i>219</i>	<i>167%</i>
<i>Strumenti multi-name</i>	<i>939</i>	<i>7.557</i>	<i>705%</i>	<i>16</i>	<i>137</i>	<i>751%</i>
Non allocati	19.000	30.186	59%	1.184	1.222	3%

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali

Tav. 2

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	%	
Derivati Finanziari	6.622,7	100,0%	7.658,1	100,0%	15,6%
<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%
Derivati Creditizi	99,2	100,0%	143,1	100,0%	44,2%
<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

Tav. 3

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	%
Derivati Finanziari				
Valore di mercato positivo	106.477	100,0%	86.368	100,0%
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%
Valore di mercato negativo	105.234	100,0%	92.663	100,00%
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%
Derivati Creditizi				
Valore di mercato positivo	100	100,0%	830	100,0%
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%
Valore di mercato negativo	138	100,0%	148	100,0%
Residenti				
<i>Banche, Finanziarie, Assic.</i>	3	2,2%	1	0,7%
Non Residenti	135	97,8%	147	99,3%
Derivati Finanziari e Creditizi				
Valore lordo di mercato	211.949	100,0%	180.009	100,0%
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

Tav. 4

Esposizione delle banche in derivati finanziari verso gli enti locali
importi in milioni di euro

	Regioni	Province	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.