

VI Commissione “Finanze” della Camera dei Deputati

**"Problematiche relative al collocamento
di strumenti finanziari derivati"**

**Audizione del Direttore Generale della CONSOB
Dott. Massimo Tezzon**

30 ottobre 2007

Premessa

Innanzi tutto ringrazio il Presidente e la Commissione tutta per l'invito formulato alla CONSOB.

L'audizione di oggi fa seguito ad un intervento del gennaio 2005, di analogo oggetto, nel quale sono state trattate in via generale tematiche afferenti alla diffusione di strumenti derivati presso l'estesa platea degli operatori non finanziari.

In quella occasione sono stati illustrati i dati di un'indagine condotta dalla CONSOB nel corso del II semestre del 2004 presso i principali gruppi bancari italiani al fine di approfondire la conoscenza di fenomeni già all'attenzione della Commissione da diverso tempo.

L'indagine aveva messo in luce una consistente esposizione delle imprese non finanziarie e degli Enti pubblici al mercato dei derivati, mentre era emerso un ridotto coinvolgimento diretto delle famiglie. Le famiglie avevano però un'esposizione indiretta al mercato dei derivati, che si realizzava attraverso la sottoscrizione di prodotti strutturati, emessi da banche e assicurazioni, che incorporano strumenti derivati. La CONSOB aveva sottolineato le criticità derivanti dal regime regolamentare di favore per i prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni in relazione ai minori obblighi di trasparenza nella fase della sollecitazione e all'esclusione, in determinate circostanze, dell'applicabilità delle regole di condotta sulla prestazione di servizi di investimento in capo agli intermediari collocatori.

La legge n. 262 del 2005 e le modifiche della disciplina primaria e secondaria in corso di definizione per il recepimento della MiFID hanno rimosso tali asimmetrie regolamentari, equiparando la disciplina dei prodotti bancari ed assicurativi a quella

degli altri prodotti e strumenti finanziari e quindi realizzando un rafforzamento del livello di tutela dei risparmiatori.

1) I derivati OTC

Prima di procedere oltre nell'esposizione, si ritiene opportuno precisare che le problematiche di cui si tratterà, e che erano emerse in occasione della citata indagine del 2004, riguardano in via del tutto prevalente i cosiddetti derivati *over the counter* o OTC e, nell'ambito di tale categoria, i cosiddetti *interest rate swap* o IRS. Si tratta di contratti bilaterali, negoziati al di fuori di mercati regolamentati, utilizzabili per gestire il rischio di tasso di interesse.

La forma tipica di tale contratto, detta *plain vanilla*, prevede che una delle due controparti paghi un tasso di interesse fisso e riceva dall'altra un tasso d'interesse variabile, entrambi calcolati su di un importo monetario di riferimento (cosiddetto "valore nozionale" del derivato). Questo tipo di contratto consente di trasformare una passività a tasso variabile in una a tasso fisso, o viceversa.

Un contratto *plain vanilla* può essere *par* o *non par*. I contratti *par* sono strutturati in modo tale che le prestazioni delle due controparti siano agganciate al livello dei tassi di interesse corrente al momento della stipula del contratto; a tale data il contratto ha quindi un valore di mercato nullo per entrambe le controparti. I contratti *non par*, invece, presentano al momento della stipula un valore di mercato negativo per una delle due controparti, poiché uno dei due flussi di pagamento non riflette il livello dei tassi di mercato. In generale, i termini finanziari della transazione vengono riequilibrati attraverso il pagamento di una somma di denaro alla controparte che accetta condizioni più penalizzanti; tale pagamento, che dovrebbe essere pari al valore di mercato negativo del contratto, prende il nome di *up front*.

I contratti di *interest rate swap* possono presentare clausole aggiuntive che li rendono molto più complessi rispetto a quelli *plain vanilla* (e vengono denominati solitamente “esotici”); 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 con strutture cosiddette *collar*, una delle due controparti paga il tasso variabile solo se esso rimane entro un determinato “corridoio”, definito da un tetto (cosiddetto *cap*) e da un valore minimo (cosiddetto *floor*). Anche tali contratti “esotici” possono essere *par o non par*.

Negli ultimi anni si è registrata un’intensa crescita delle operazioni derivati OTC.

Secondo le informazioni raccolte dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, nel periodo 2000–2006 il controvalore nozionale dei derivati OTC nei paesi del G-10 si è più che quadruplicato, passando da 95.000 a 415.000 miliardi di dollari USA. I dati pubblicati dalla Banca d’Italia indicano che nel periodo 2000-2006 il controvalore nozionale dei derivati OTC detenuti dai principali gruppi bancari italiani è passato da 1.400 a 6.200 miliardi di dollari USA.

Il mercato dei derivati OTC è caratterizzato da peculiarità che ne rendono il funzionamento profondamente diverso da quello dei mercati di altri strumenti finanziari.

Il basso livello di standardizzazione dei contratti derivati determina, di fatto, l’impossibilità alla circolazione e al trasferimento delle posizioni fra soggetti diversi dalle controparti originarie. Tale circostanza implica l’assenza di prezzi di riferimento generati da mercati secondari liquidi ed efficienti. La presenza di clausole complesse rende spesso difficoltosa la valutazione del profilo di rischio–rendimento e il *pricing* dei contratti. L’assenza di una controparte centrale che garantisce il buon fine delle operazioni, normalmente presente nei mercati regolamentati di strumenti derivati,

comporta per gli operatori l'assunzione di elevati rischi di controparte e implica l'assenza di un meccanismo pubblico e trasparente di valorizzazione giornaliera del valore di mercato (cosiddetto *marking to market*).

Una partecipazione “consapevole” al mercato dei derivati OTC richiede dunque elevate competenze finanziarie e sofisticate capacità di gestione dei rischi. Il mercato è infatti dominato da grandi operatori finanziari (banche, imprese di investimento, assicurazioni, investitori istituzionali) che, per finalità di copertura o di *trading*, assumono posizioni spesso molto rilevanti.

2) I risultati dell'indagine CONSOB del 2004

Ciò nonostante, come già anticipato, dall'indagine CONSOB del 2004 era comunque emerso un elevato coinvolgimento delle imprese non finanziarie e degli enti locali nel mercato dei derivati OTC. Nella parte finale dell'esposizione si darà un quadro più aggiornato della dimensione economica del fenomeno e della sua evoluzione, ma appare opportuno richiamare brevemente le evidenze emerse circa 3 anni fa.

L'indagine CONSOB aveva messo in luce come i contratti di gran lunga più diffusi fra imprese ed Enti risultassero gli *interest rate swap*; le forme tecniche di *swap* maggiormente trattate erano quelle cosiddette complesse o “esotiche”: alla forma tecnica dello *swap* di base *plain vanilla* si sommavano una serie di clausole contrattuali spesso molto complesse, che rendevano estremamente difficoltoso il *pricing* e la piena comprensione del funzionamento stesso delle operazioni. Risultavano pure 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; l'equilibrio finanziario della transazione veniva in alcuni casi realizzato mediante il versamento di una somma di denaro *upfront* da parte dell'intermediario.

Dal punto di vista formale, gli intermediari “vendevano” i derivati OTC a imprese ed Enti locali attraverso la prestazione del servizio di negoziazione in conto proprio, cioè assumendo posizioni in contropartita diretta con tale clientela.

A giugno 2004 il controvalore nozionale delle posizioni in derivati OTC detenute da intermediari italiani nei confronti di imprese ed Enti locali risultava pari a circa 146 miliardi di euro. Circa l'80% dei contratti risultava in perdita. La perdita media per operazione era pari a circa 80.000 euro; gli Enti locali avevano peraltro perdite medie molto più elevate di quelle delle imprese (circa 430.000 euro contro 76.000 per le imprese), anche a causa della dimensione media dei contratti più elevata (circa 12 milioni di euro di valore nozionale, contro i 2,6 milioni di euro delle imprese).

3) La disciplina del “collocamento” di derivati OTC¹

Prima di descrivere in dettaglio le azioni di vigilanza intraprese dalla CONSOB a seguito della menzionata indagine, è utile premettere una breve analisi del quadro normativo applicabile al “collocamento” di prodotti derivati; tale disciplina rimarrà in vigore ancora per pochi giorni, poiché a partire dal mese di novembre la MiFID troverà piena applicazione nel nostro ordinamento e produrrà effetti di rilievo come in seguito sarà specificato.

L'entrata in vigore della MiFID non cambia però i contorni generali della disciplina, rappresentati dal fatto che un contratto derivato OTC è qualificabile come uno strumento finanziario e che il suo collocamento configura la prestazione di un servizio di investimento; né vengono meno i doveri per gli intermediari, nell'ambito

¹ Come detto, l'attività svolta dagli intermediari non era qualificabile come attività di collocamento in senso tecnico ma come negoziazione in conto proprio di strumenti derivati; comunque, per semplicità, si continuerà ad utilizzare in alcuni casi il termine “collocamento”.

dell'attività di collocamento di derivati OTC, di comportarsi sempre e comunque con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati.

Oltre a tali principi generali ai quali devono informarsi i comportamenti degli intermediari, la disciplina, ancora ad oggi vigente, prevede norme di dettaglio fissate in via regolamentare dalla CONSOB relative ai doveri di informativa, di valutazione dell'adeguatezza e di attestazione e rendicontazione delle operazioni effettuate o disposte dai clienti; con specifico riferimento all'operatività in derivati erano previsti obblighi di comunicazione ai clienti delle perdite superiori a determinate soglie.

Fermi restando i principi generali di cui si è detto, le norme di comportamento più di dettaglio fissate in via regolamentare dalla CONSOB possono essere in parte disapplicate qualora gli intermediari si trovino ad interagire con clienti classificabili come “operatori qualificati”. In questa sede preme sottolineare che gli intermediari possono classificare come “operatore qualificato” una persona giuridica, quale un'impresa non finanziaria o un Ente locale, qualora il legale rappresentante della stessa attesti per iscritto il possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari. La *ratio* della norma che consente di classificare una persona giuridica come “operatore qualificato” sta nell'esperienza e nella capacità organizzativa che la legge presume esistente in tali soggetti e che li rendono idonei a negoziare con l'intermediario senza un particolare “bisogno di protezione”.

Nell'ambito dell'indagine del 2004 era emerso che quasi tutte le imprese e gli Enti locali con posizioni in derivati OTC erano stati classificati dagli intermediari come “operatori qualificati”. Ciò quindi implicava che gli intermediari erano tenuti a rispettare solamente i doveri generali di trasparenza, correttezza e diligenza, ma non quelli, molto più pregnanti e articolati, di valutare la piena adeguatezza e coerenza fra

le caratteristiche degli strumenti derivati proposti o consigliati e la propensione al rischio, la situazione patrimoniale e conoscenze in materia di investimenti finanziari del cliente. In altri termini, nel rilasciare le attestazioni che consentivano agli intermediari di classificarli come investitori qualificati o professionali, imprese ed Enti locali hanno di fatto accettato di ricevere un più basso livello di tutela rispetto a quello che la disciplina riserva alla clientela cosiddetta *retail* (famiglie, persone fisiche, etc.).

4) L'attività di vigilanza svolta dalla CONSOB

Sebbene vi fosse la consapevolezza del fatto che il collocamento di derivati OTC coinvolgesse una clientela di operatori classificati come professionali, l'analisi delle evidenze emerse nel corso della citata indagine, unitamente alle valutazioni degli esposti pervenuti e delle segnalazioni statistiche di vigilanza, hanno indotto la Commissione ad avviare specifiche azioni di vigilanza, esaminando in dettaglio l'operatività dei principali gruppi bancari operanti sul mercato dei derivati OTC.

L'elevata concentrazione del settore ha fatto sì che gli intermediari oggetto delle azioni di vigilanza di seguito illustrate coprissero circa i 2/3 dell'intero mercato. Tuttavia, nel selezionare gli intermediari, oltre a criteri dimensionali, sono stati presi in considerazione aspetti di tipo qualitativo e fattori di rischio basati su elementi quali le perdite potenziali medie gravanti in capo alla clientela, la tipologia di clienti e il numero di reclami ricevuti dagli intermediari in merito all'operatività in derivati.

Sulla base di tali analisi preliminari, la Commissione ha deciso di avviare, anche in collaborazione con la Banca d'Italia, diverse verifiche ispettive, al fine di indagare più approfonditamente le modalità adottate dagli intermediari per la cosiddetta "ingegnerizzazione" dei prodotti derivati OTC e la loro "distribuzione" ai clienti non

finanziari, con riguardo alle procedure organizzative, alle metodologie di classificazione della clientela e alle politiche di incentivazione del personale.

Le verifiche condotte hanno messo in luce che i prodotti derivati OTC sono stati generalmente proposti alla clientela come strumenti di copertura. Tuttavia i processi e le prassi aziendali degli intermediari sono spesso risultati non coerenti con tale politica commerciale. Si è spesso rilevata la mancanza di presidi che potessero garantire il rispetto dei requisiti minimi atti ad assicurare che le operazioni proposte alla clientela fossero effettivamente definibili di copertura, secondo le indicazioni fornite dalla CONSOB in una specifica comunicazione². E' stato inoltre rilevato che i derivati erano sovente per loro stessa costruzione inadatti al soddisfacimento dei bisogni di copertura di aziende non finanziarie o di enti pubblici.

Gli accertamenti hanno confermato la circostanza per cui imprese ed Enti locali venivano quasi sempre classificati come operatori qualificati, in virtù della espressa dichiarazione di competenza ed esperienza in materia di investimenti finanziari rilasciata dai legali rappresentanti.

Si è poi rilevato che in alcuni casi non erano presenti procedure aziendali atte a ricostruire a posteriori e a giustificare il *pricing* dei contratti stipulati con la clientela; negli accertamenti si è avuta evidenza che in alcuni casi il prezzo dei contratti era spesso particolarmente vantaggioso per le banche. In sostanza, i derivati erano proposti alla clientela come contratti alla pari, o cosiddetti *par*, mentre in realtà presentavano un valore di mercato negativo per imprese ed Enti locali. L'evoluzione sfavorevole delle grandezze economiche di riferimento dei contratti ha in alcuni casi portato ad un sostanziale accrescimento delle perdite per i clienti.

² Cfr. Comunicazione n. DI/99013791 del 26/2/1999.

CONSOB

A conclusione dell'indagine e degli accertamenti descritti, la CONSOB ha avviato e concluso procedimenti sanzionatori per la violazione della normativa di settore, con specifico riguardo alle procedure aziendali, risultate non idonee a garantire la ordinata, corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti derivati OTC. I procedimenti hanno riguardato sia carenze nella fase di "produzione" (procedure di ingegnerizzazione dei prodotti e di *pricing*, governo del processo produttivo da parte del vertice aziendale) sia nella fase "distributiva" (selezione della clientela, selezione delle operazioni e vigilanza degli addetti).

La CONSOB ha inoltre provveduto a convocare gli esponenti aziendali degli intermediari sanzionati e di altri soggetti che pure presentavano alcuni profili critici in riferimento alla loro operatività in derivati, per discutere l'implementazione di urgenti misure di adeguamento della struttura operativa al fine di renderla pienamente rispondente agli obblighi normativi.

E' stato quindi richiesto agli intermediari di dotarsi di idonee procedure atte a consentire l'ordinata declinazione della propria politica commerciale, facendo presente la necessità di svolgere in via preventiva tutti gli accertamenti necessari alla valutazione dell'idoneità degli strumenti proposti alla gestione/copertura dei rischi. E' stato precisato che tale indagine deve essere condotta in via preliminare già nel momento di "ingegnerizzazione" dei prodotti.

E' stata anche sottolineata la particolare attenzione che deve essere posta alla fase distributiva, fase in cui gli intermediari sono chiamati a valutare le reali necessità di copertura dei clienti e a suggerire i prodotti più idonei, anche tenendo conto del costo di opportunità alternative.

In considerazione della intrinseca opacità dei prodotti derivati complessi, è stata sottolineata la necessità di dotarsi di procedure di *pricing* trasparenti. Al fine di garantire le migliori condizioni alla clientela, si è sottolineata la necessità che il processo di *pricing* sia basato su metodologie di valutazione diffuse sul mercato, limitando *ex ante* i margini di discrezionalità mediante la fissazione di precisi parametri cui il personale addetto deve attenersi per la fissazione delle condizioni delle singole operazioni; deve essere poi assicurata la ricostruibilità *ex post* delle modalità di *pricing*.

Si è infine sottolineato che il processo di *pricing* dei derivati OTC necessita di revisioni periodiche sia da parte delle strutture cosiddette di *front office* dell'intermediario sia da parte della funzione di controllo interno, che deve dedicare specifica attenzione alle tematiche in discorso nello svolgimento delle verifiche di competenza, dando conto delle relative risultanze quanto meno nella relazione annuale richiesta dalla normativa.

Più recenti iniziative di vigilanza hanno confermato la diffusione degli strumenti derivati OTC fra le imprese non finanziarie; si tratta, come già emerso nei precedenti accertamenti, di derivati acquistati per finalità di copertura ma in realtà molto complessi e sofisticati e spesso con una struttura di tipo *non par*. Di regola, tali contratti prevedevano un periodo iniziale (solitamente della durata di un anno) in cui l'impresa riceveva pagamenti dall'intermediario, ma successivamente, per effetto di complessi ulteriori derivati incorporati nel contratto di base, vi era una elevata probabilità di dovere corrispondere differenziali crescenti a vantaggio dell'intermediario.

Nella prospettiva dell'attuazione della MiFID la CONSOB ha avviato un'azione di monitoraggio anche sulle procedure dei maggiori gruppi bancari in materia di derivati OTC e strumenti finanziari illiquidi.

5) L'evoluzione del quadro normativo e la disciplina applicabile agli Enti Locali

5.1) Le innovazioni derivanti dal recepimento della MiFID.

Come si è già anticipato, nei prossimi giorni il quadro normativo applicabile al collocamento di strumenti derivati, e più in generale alla prestazione di servizi di investimento, è destinato a cambiare in misura rilevante per effetto della piena entrata in vigore della MiFID.

L'impostazione di fondo della MiFID è in linea di principio analoga a quella del “vecchio regime”, prevedendo una graduazione delle tutele in relazione alla tipologia di clientela con cui opera l'intermediario. Vi è però una novità importante rappresentata da una più puntale e articolata metodologia di classificazione della clientela.

La MiFID introduce la distinzione fra clienti al dettaglio e clienti professionali che, in linea generale, riflette la distinzione fra “operatori qualificati” e altri investitori (cioè la clientela *retail*) del “vecchio” regime. Nella MiFID la nozione di “cliente professionale” è più articolata rispetto al vecchio ordinamento.

In particolare, è prevista la distinzione fra clienti professionali “di diritto” e 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 (attivo superiore a 20 milioni di euro, fatturato superiore a 40 milioni di euro e fondi propri superiori a 2 milioni di euro). 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 poi che, affinché un cliente al dettaglio possa essere su propria richiesta classificato come professionale, l'intermediario deve valutarne adeguatamente le conoscenze e le esperienze ed essere sicuro che sia in grado di adottare consapevolmente le decisioni di investimento e comprendere i rischi che assume. Al tal fine non sarà più sufficiente, come nel "vecchio regime", una semplice "autocertificazione" del cliente; sarà necessaria una valutazione da parte dell'intermediario basata su elementi oggettivi³.

Questa nuova impostazione avrà un impatto rilevante sul quadro della disciplina della vendita dei derivati alle imprese. Infatti, le soglie dimensionali fissate dalla MiFID per classificare un'impresa come "cliente professionale" risultano elevate, tenuto conto della elevata frammentazione del nostro sistema industriale e produttivo, ma anche della larga diffusione delle strutture di gruppo (i parametri della MiFID si applicano infatti a livello di singola impresa). E' dunque stimabile che, applicando i parametri dimensionali della MiFID, moltissime imprese non finanziarie con posizioni in derivati OTC non rientrino nella categoria dei clienti professionali e comunque non avranno i requisiti oggettivi previsti dalla MiFID per potere essere classificate professionali "su richiesta".

L'applicazione del nuovo regime avrà dunque l'effetto di innalzare i livelli di tutela per le imprese che operano in derivati, limitando fortemente la possibilità che esse siano classificate come clienti professionali. Per ciò che riguarda i soggetti pubblici, e più in particolare, gli Enti locali, inciderà la disciplina in corso di predisposizione da parte del Ministero dell'economia.

³ Il cliente che non è professionale di diritto deve possedere almeno due dei seguenti requisiti: 1) avere effettuato operazioni di dimensioni significative o con frequenza minima prestabilita sul mercato in questione; 2) avere una ricchezza finanziaria superiore a 500.000 euro; 3) lavorare o avere lavorato nel settore finanziario.

Oltre che in tema di classificazione dei clienti, la MiFID introduce rilevanti innovazioni relativamente alla disciplina applicabile ai singoli servizi di investimento.

La MiFID prevede, infatti, che il livello di tutela sia graduato, oltre che in relazione alla tipologia di clienti, anche in funzione della tipo di servizio di investimento. Nell'ambito della prestazione dei servizi di consulenza e di gestione di portafogli, l'intermediario deve effettuare la cosiddetta valutazione di “adeguatezza”, cioè una valutazione articolata e approfondita circa la compatibilità fra i servizi offerti o consigliati e il profilo del cliente. Nei servizi di collocamento e negoziazione, invece, l'intermediario deve valutare esclusivamente la cosiddetta “appropriatezza” dell'operazione; l'intermediario deve cioè accertarsi che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi dello strumento finanziario o del servizio di investimento offerto, ma non è tenuto a valutare la coerenza delle caratteristiche degli strumenti o dei servizi offerti rispetto alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento del cliente.

* * * *

Un'ultima questione di rilievo riguarda la disciplina applicabile agli intermediari esteri, poiché numerose evidenze segnalano una forte crescita dell'attività di tali soggetti nel collocamento di derivati a soggetti residenti.

L'attività degli intermediari esteri nei confronti di clientela italiana è sottoposta alla disciplina nazionale (e, di conseguenza, alla vigilanza della Consob), solo nel caso in cui sia l'intermediario a “ricercare” i propri clienti in Italia, effettuando, con qualsiasi mezzo, attività di promozione dei propri servizi. Qualora sia invece il cliente italiano a prendere contatti con intermediari residenti in un uno stato estero, le regole di

condotta applicabili sono quelle vigenti in tale stato estero e competente per la vigilanza risulterà l'autorità di quel Paese.

Le modifiche al quadro normativo connesse al recepimento della MiFID accentueranno, in seno all'Unione europea, il principio del controllo del paese di origine dell'intermediario; in caso di operatività transfrontaliera in regime di libera prestazione, è infatti previsto che trovino applicazione le regole di condotta stabilite nel Paese di origine dell'intermediario e che la vigilanza in materia di trasparenza e correttezza venga svolta dall'Autorità del medesimo Paese, anche se l'iniziativa dell'intermediario si è espressamente e concretamente rivolta a clienti situati in un altro Stato membro.

5.2) La disciplina applicabile all'operatività in derivati degli Enti Locali

Come appena evidenziato, l'impatto della MiFID sul mercato dei derivati OTC relativamente alle imprese non finanziarie passerà essenzialmente attraverso una più puntuale 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.

E' però necessario sottolineare che l'operatività in derivati, e più in generale l'accesso al mercato dei capitali, da parte degli Enti locali sono già da tempo soggetti ad una disciplina speciale, il cui obiettivo non è ovviamente quello di protezione di una particolare categoria di investitori, ma del controllo e del contenimento della spesa pubblica. L'utilizzo dei derivati da parte degli Enti locali risponde infatti a logiche in parte diverse rispetto a quelle che prevalgono nel mondo delle imprese, come in seguito sarà rappresentato.

I vincoli di bilancio sempre più stringenti e la necessità di rispettare il Patto di stabilità hanno indotto lo Stato a ridurre progressivamente i trasferimenti a favore degli Enti locali e a consentire agli stessi di accedere liberamente al mercato dei capitali anche emettendo prestiti obbligazionari. In particolare, la Legge 23 dicembre 1994, n. 724⁴ ha eliminato il regime di monopolio della Cassa Depositi e Prestiti per ciò che attiene all'attività di esercizio del credito a favore delle Regioni, Province e Comuni (vigente dalla fine degli anni settanta).

Tale "liberalizzazione" ha comportato nel tempo la creazione di una disciplina speciale in tema di regolamentazione e vigilanza dell'accesso degli Enti locali al mercato dei capitali, inclusa una disciplina di dettaglio sull'operatività in prodotti derivati.

In generale, tale sistema di vigilanza prevede sia controlli esterni, demandati al Ministero dell'economia e delle finanze, al Ministero dell'Interno e alla Corte dei Conti, sia controlli interni, demandati al Collegio dei Revisori dei singoli Enti.

Al Ministero dell'Economia e delle Finanze è affidato, ai sensi dell'art. 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448, il coordinamento, di intesa con il Ministero dell'Interno⁵, dell' "*accesso ai mercati dei capitali*" degli Enti Locali. A tal fine, questi ultimi sono tenuti a comunicare "*periodicamente allo stesso Ministero i dati relativi alla propria situazione finanziaria*".

⁴ Rubricata "*Misure di razionalizzazione della finanza pubblica*" e cui è stata data attuazione con il D.M. 5 luglio 1996, n. 420 recante "*Norme per l'emissione di titoli obbligazionari da parte degli Enti locali*".

⁵ Che, tra l'altro, ha il compito di assicurare la corretta composizione degli organi elettivi degli Enti locali con potere di adottare provvedimenti in tema di scioglimento, rimozione o sospensione degli amministratori locali, nei casi previsti dalla legge.

La Corte dei Conti ha il compito di verificare, al fine del coordinamento della finanza pubblica, il rispetto degli equilibri di bilancio da parte delle Regioni e di altri enti, in relazione al Patto di Stabilità interno e ai vincoli derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione europea (art. 7, comma 7, legge 5 giugno 2003, n. 131,) nonché di assicurare la sana gestione finanziaria degli Enti locali (art. 1, comma 168, Legge 23 dicembre 2005, n. 266 – Legge Finanziaria per il 2006).

Al Collegio dei Revisori è attribuito il compito di vigilare “*sulla regolarità contabile, finanziaria ed economica della gestione*” (art. 239, comma 1, lett. c, del Testo Unico Enti Locali).

All'interno del sistema di vigilanza descritto si inserisce una disciplina specifica sull'accesso al mercato dei prodotti derivati, accesso consentito per la prima volta con la Legge 20 dicembre 1995 n. 539⁶ e il D.M. 5 luglio 1996, n. 420 che prescriveva l'obbligo della copertura del rischio di cambio, mediante apposite operazioni di *swap*, per i prestiti in valuta estera emessi dagli Enti locali.

La disciplina oggi vigente detta tassativi limiti qualitativi e quantitativi alle operazioni in strumenti finanziari derivati posti in essere dagli Enti locali.

Il Decreto Ministeriale del 1° dicembre 2003, n. 389⁷ (e la relativa circolare interpretativa 27 maggio 2004 del Ministero dell'economia e delle finanze), oltre a confermare l'obbligo di stipulare contratti di *swap* a copertura del rischio di cambio per le passività in valute diverse dall'euro, ha previsto la possibilità di utilizzare i derivati solo in relazione alla gestione delle effettive passività, e quindi per finalità esclusivamente di copertura dei rischi (è dunque esclusa qualsiasi finalità speculativa) con esclusione della facoltà di porre in essere operazioni in derivati che modificano la

⁶ Legge di “*Conversione in legge, con modificazioni, del decreto legge 27 ottobre 1995, n. 444, recante disposizioni urgenti in materia di finanza locale*”.

⁷ Attuativo della Legge 28 dicembre 2001, n. 448 (Legge Finanziaria per il 2002).

struttura del debito al fine di evitare che i derivati vengano utilizzati per rinviare agli esercizi futuri degli oneri relativi al servizio del debito; veniva inoltre espressamente vietata la possibilità di incassare somme di denaro all'atto della stipula dei contratti (cosiddetti *upfront*) per importo superiori a determinate soglie. E' stata poi introdotta una specifica disciplina di dettaglio che individua le tipologie di contratti utilizzabili, il loro contenuto nonché gli intermediari con cui è possibile stipularli⁸.

Questi principi sono stati recentemente ribaditi ed enfatizzati dalla Legge Finanziaria per il 2007⁹ il cui art. 1, comma 736 ha precisato 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. Gli enti possono concludere tali operazioni solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute”*.

Il Decreto Ministeriale 389 del 2003 prevedeva inoltre che gli Enti territoriali dovessero comunicare 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.

⁸ A tal fine è previsto che i contratti di copertura del rischio di tasso di interesse siano solo di tipo cosiddetto *plain vanilla*, cioè secondo figure contrattuali standard esplicitamente individuate; è prevista la possibilità di utilizzare derivati per effettuare operazioni di ristrutturazione del debito - cioè operazioni volte a cambiare il piano di ammortamento del debito - solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella della sottostante passività; infine, vengono consentite operazioni in strumenti derivati solo in contropartita con intermediari con *rating* pari almeno alla soglia dell'*investment grade* e, qualora l'operatività in derivati arrivi a superare i 100 milioni di euro, l'esposizione verso ogni intermediario non può superare il 25% dell'esposizione complessiva.

⁹ Legge 27 dicembre 2006, n. 296, cui è stata data attuazione con due recenti Circolari del Ministero dell'Economia e delle Finanze: Circolare 31 gennaio 2007 (in G.U. del 5 febbraio 2007 n. 29) e Circolare 22 giugno 2007 (in G.U. del 2 luglio 2007 n. 151).

Successivamente l'art. 1, comma 737, della Legge Finanziaria per il 2007 ha stabilito che i contratti con cui gli Enti locali *“pongono in essere le operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e le operazioni in strumenti derivati devono essere trasmessi, a cura dei contraenti, al Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro. Tale trasmissione, che deve avvenire prima della sottoscrizione dei contratti medesimi, è elemento costitutivo dell'efficacia degli stessi”*. Delle operazioni poste in essere in violazione della normativa vigente il Ministero deve dare *“comunicazione alla Corte dei Conti per l'adozione dei provvedimenti di sua competenza”*.

6) La situazione attuale e i problemi aperti

6.1) La rilevanza dell'esposizione ai derivati per settore economico

Come indicato in apertura, l'indagine condotta dalla CONSOB nel 2004 aveva consentito di rilevare una sensibile esposizione di soggetti non finanziari – imprese e Enti pubblici - al mercato dei derivati OTC. Prima di fornire evidenze più aggiornate sulle caratteristiche dell'operatività in derivati di tali soggetti, può essere utile ricostruire, sulla base dei dati più recenti, l'esposizione complessiva dei vari settori economici al fenomeno dei derivati.

Il settore più esposto ai derivati, in termini di controvalore nozionale delle posizioni, è quello delle banche, che a fine del 2006 detenevano posizioni per circa 4.700 miliardi di euro, di cui il 5% circa in contropartita con soggetti non finanziari (soggetti pubblici, imprese e persone fisiche)¹⁰. Il valore nozionale dei derivati risultava pari a oltre 2 volte il totale delle attività in bilancio. Il valore di mercato dei derivati detenuti dal sistema bancario risultava positivo per quasi un miliardo di euro.

¹⁰ Si veda anche la tabella in Allegato.

A fine 2006 gli Enti Locali (Regioni, Province e Comuni) avevano un'esposizione in derivati verso banche italiane stimabile in circa 13 miliardi di euro di nozionale, pari al 36% dell'indebitamento totale verso intermediari residenti; il valore di mercato di queste posizioni risultava negativo per circa un miliardo di euro. Tuttavia, l'esposizione degli Enti Locali ai derivati è probabilmente assai più ampia, poiché diverse fonti indicano che molte posizioni in derivati detenute dagli Enti Locali sono in contropartita con banche estere, posizioni per le quali non sono ancora disponibili dati statistici.

Le società non finanziarie quotate in Borsa hanno invece una posizione in derivati, valutata a fine 2005, pari a circa 110 miliardi di euro di nozionale; il valore di mercato risultava negativo per circa un miliardo di euro. Per le società non quotate la rilevazione CONSOB del 2004 indicava posizioni in derivati per un valore nozionale di circa 120 miliardi di euro, con un valore di mercato (a giugno 2004) negativo per quasi 4 miliardi di euro. Le evidenze emerse in successivi accertamenti di vigilanza condotti dalla CONSOB inducono a ritenere che l'esposizione attuale delle imprese non quotate sia rimasta su livelli simili e addirittura superiori.

I dati più recenti mostrano un utilizzo intenso dei derivati sia parte delle banche, che hanno posizioni in derivati superiori al totale delle attività in bilancio, sia da parte dei soggetti non finanziari. In particolare, si può stimare che le imprese quotate coprono i rischi su circa il 70% delle loro passività finanziarie, mentre quelle non quotate coprono il 20% circa delle loro passività; per gli Enti Locali i dati disponibili indicano una copertura di circa 1/3 dell'indebitamento, ma probabilmente sottostimano largamente il fenomeno per la mancanza di informazioni sull'esposizione con intermediari esteri.

Le statistiche più recenti indicano per tanto che imprese e Enti locali continuano a fare largo ricorso agli strumenti derivati. Si forniranno di seguito alcune evidenze aggiornate sulle tipologie di contratti e sull'evoluzione dei rapporti con gli intermediari collocatori.

6.2) L'utilizzo dei derivati da parte dagli Enti locali: finalità e caratteristiche recenti dell'operatività

Come prima accennato, la maggiore libertà di reperimento di risorse finanziarie, da un lato, e i più stringenti vincoli di bilancio, dall'altro, hanno indotto gli Enti Locali ad adottare forme di gestione più sofisticate delle passività.

In questo contesto si collocano due dei principali fattori che hanno sollecitato la forte crescita del ricorso ai derivati da parte degli Enti Locali: 1) l'aumento della raccolta sul mercato obbligazionario; 2) la gestione più attiva dell'indebitamento, basata su operazioni di ristrutturazione e allungamento delle scadenze.

Per ciò che riguarda il primo punto, si deve evidenziare come gli standard e le prassi prevalenti sui mercati internazionali abbiano indotto gli Enti Locali a emettere obbligazioni che prevedono il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza¹¹. La legge 488/2001 prevede tuttavia l'obbligo per gli Enti di costituire un fondo ammortamento per distribuire in maniera uniforme fra gli esercizi l'onere del rimborso del prestito obbligazionario; in alternativa gli Enti possono effettuare un contratto di *swap* con un intermediario finanziario per trasformare il titolo obbligazionario che prevede il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla sua scadenza in un titolo con ammortamento¹². Sulla base di tale contratto, l'intermediario

¹¹ Nel gergo finanziario tali titoli sono denominati "*bullet*".

¹² Tali contratti derivati sono usualmente denominati "*amortizing swap*".

finanziario si impegna a pagare il capitale a scadenza dell'obbligazione e riceve dall'Ente le quote di ammortamento periodiche.

Questo tipo di contratto derivato non presenta particolari 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. 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.

Più complesso è invece il caso dei derivati stipulati dagli Enti per gestire il rischio di tasso di interesse connesso alle emissioni obbligazionarie. Nel caso in cui l'Ente abbia emesso un'obbligazione a tasso variabile può trovare opportuno effettuare un contratto derivato con un intermediario finanziario in cui riceve tale tasso variabile e paga un tasso fisso (cosiddetto *interest rate swap*). 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. Tuttavia, nella prassi dell'operatività più recente si riscontrano tipologie contrattuali molto più complesse. In particolare, quelle più ricorrenti prevedono che l'intermediario paghi il tasso variabile solo se esso rimane entro un determinato "corridoio", definito da un tetto (cosiddetto *cap*) e da un valore minimo (cosiddetto *floor*). Se il tasso variabile supera il tetto prefissato (cioè il *cap*) l'onere finanziario rimane a carico dell'Ente.

Questi contratti di *interest rate swap* con *cap* e *floor* sono particolarmente complessi e pongono notevoli profili di criticità, sia dal punto di vista della effettiva capacità di mitigare il rischio di tasso sia dal punto di vista della valutazione e del *pricing*. E' chiaro infatti che più bassi sono i *cap* più il rischio di tasso rimane di fatto a carico dell'Ente; spesso, inoltre, si sono riscontrati contratti in cui il *cap* è variabile negli anni: nei primi anni è fissato a livelli molto alti, garantendo quindi un'effettiva

protezione dal rialzo dei tassi, mentre negli anni successivi il tetto è fissato a livelli molto più bassi, lasciando dunque l'Ente fortemente esposto. In sostanza la copertura dal rischio di tasso offerta da questo tipo di contratti derivati oltre ad essere parziale può essere molto variabile nel tempo.

Le argomentazioni avanzate dagli intermediari finanziari nel consigliare questo tipo di contratti derivati con strutture complesse di *cap* e *floor* si basano sul fatto che in tale maniera è possibile ridurre il costo della copertura per gli Enti. Tale costo, infatti, può essere contenuto se si limita la copertura alla sola fascia di eventi di più probabile realizzazione (ad esempio, si copre il rischio di rialzo dei tassi solo nel limite del 50% e non per percentuali di rivalutazione superiori). Tuttavia, la maggiore complessità della struttura si riflette in una elevata opacità dello strumento e in una maggiore difficoltà di valutazione. La corretta valutazione e *pricing* di questi strumenti richiede, infatti, sofisticate competenze matematiche e finanziarie, tipicamente presenti solo fra il personale degli stessi intermediari. E' verosimile quindi che gli Enti non siano in grado di valutare la correttezza del *pricing* delle clausole aggiuntive più complesse presenti in questo tipo di derivati.

Un ulteriore elemento di opacità deriva dalla frequente combinazione, a fronte di un'emissione obbligazionaria, di uno *swap* per ammortizzare il rimborso del capitale e di uno *swap* per gestire il rischio di tasso di interesse. In questi casi l'intermediario può offrire una sorta di "prezzo unico" per la transazione, ad esempio concedendo condizioni apparentemente più favorevoli rispetto a quelle di mercato per lo *swap* sul tasso di interesse, a patto che l'Ente rinunci a ricevere una remunerazione sulle rate di ammortamento del prestito. In questi casi gli Enti si trovano di fronte a situazione in cui le valutazioni di convenienza dell'operazione sono ancora più complesse.

Un secondo fattore che ha portato alla crescita del ricorso ai derivati da parte degli Enti Locali è legato all'esigenza di porre in essere operazioni di ristrutturazione di

mutui o altri prestiti, al fine di allungarne la scadenze e di diminuire le rate di ammortamento. L'obiettivo ultimo di queste operazioni è quello di liberare risorse finanziarie per fare fronte ai crescenti impegni di spesa e ai vincoli di bilancio imposti dal Governo.

La ristrutturazione dei mutui ha comportato in alcuni casi l'emissione di obbligazioni per finanziarne l'estinzione anticipata, al fine poi di riaccendere un nuovo mutuo, mentre in altri casi è stata rinegoziata la scadenza del mutuo senza procedere ad una sua estinzione anticipata. In entrambi i casi gli Enti hanno dovuto rinegoziare gli eventuali contratti derivati sulle precedenti passività per adeguarli alle nuove scadenze.

In molti casi, al momento della rinegoziazione, i contratti derivati legati a vecchie passività presentavano un valore di mercato negativo per gli Enti, come era chiaramente emerso in occasione dell'indagine condotta dalla CONSOB nel 2004. Si prenda ad esempio un contratto di *swap* di durata decennale stipulato nel 2002 che prevedeva che, ricevendo il tasso variabile, un Ente pagasse all'intermediario un tasso fisso del 6%; se il contratto fosse stato stipulato nel 2006, grazie alla discesa dei tassi verificatasi nel periodo, l'Ente avrebbe dovuto pagare un tasso fisso probabilmente vicino al 5%. Quindi, i contratti negoziati nel 2002, se valutati a fine 2006, presentano un valore di mercato positivo per l'intermediario (che riceve un tasso fisso del 6% invece che del 5%) e negativo per gli Enti. La chiusura di tali contratti avrebbe quindi comportato l'esborso di una somma di denaro a favore degli intermediari.

Al fine di evitare questo esborso di denaro, i nuovi contratti derivati sono stati strutturati in modo tale da incorporare il valore di mercato negativo maturato sui precedenti contratti derivati, e quindi hanno assunto la forma dei contratti *non par* con valore di mercato negativo per gli Enti. L'indagine condotta nel 2004 aveva

evidenziato che già allora erano molto diffusi contratti con valore di mercato negativo per gli Enti locali (circa il 70% dei contratti era in perdita), anche se non era chiaro in che misura ciò nascesse da rinegoziazioni di precedenti contratti o piuttosto da nuovi contratti *non par* che prevedevano l’incasso di una somma *upfront* per gli Enti.

In sostanza, le recenti operazioni di rinegoziazione dei contratti derivati, a seguito di operazioni di ristrutturazione del debito, prevedono già in partenza condizioni di sfavore per gli Enti o implicano l’assunzione di rischi aggiuntivi che fanno sì che la probabilità che gli Enti stessi possano effettivamente beneficiare da tali contratti, in termini di protezione dal rischio di tasso di interesse, rimane assai remota.

In alcuni casi ancora più estremi, all’atto della rinegoziazione, nonostante il valore di mercato negativo della posizione originaria, l’intermediario ha riconosciuto all’Ente una somma di danaro *up front*, rendendo le condizioni contrattuali ancora più penalizzanti per l’Ente, spesso spostando in avanti nel tempo gli oneri collegati a tali condizioni più penalizzanti. Ciò ha aggiunto ulteriori elementi di opacità e di complessità alle rinegoziazioni dei contratti derivati, rendendo oltremodo complessa la verifica della congruità delle condizioni di prezzo.

Si deve rilevare che nei casi delle rinegoziazioni di derivati con valore di mercato negativo, i nuovi contratti assumono una funzione economica in parte simile alla concessione di un finanziamento, nel senso che l’intermediario di fatto anticipa all’Ente la somma di denaro necessaria per chiudere il vecchio contratto (o addirittura anche una somma aggiuntiva in contanti), mentre l’Ente rimborsa tale somma attraverso pagamenti futuri a condizioni più onerose rispetto a quelle di un normale contratto derivato stipulato “alla pari”.

6.3) L'utilizzo dei derivati da parte delle imprese non finanziarie

L'utilizzo dei derivati da parte delle imprese non finanziarie risponde a logiche in parte diverse rispetto a quelle riscontrate nel caso degli Enti Locali. All'interno del mondo delle imprese vi è poi una profonda differenziazione fra i grandi gruppi quotati in Borsa e le imprese medio-piccole non quotate per ciò che riguarda la sofisticazione nell'utilizzo degli strumenti in questione e la capacità di valutarne costi e componenti di rischio.

Quasi tutte le grandi società quotate hanno un'operatività in derivati per la gestione dei rischi di cambio e di tasso di interesse. L'applicazione dei principi contabili IAS/IFRS consente sia al mercato sia agli organi di amministrazione e controllo delle imprese di avere informazioni accurate e periodicamente aggiornate sul valore di mercato delle posizioni in derivati. I principi contabili internazionali prevedono inoltre regole molto stringenti per contabilizzare una posizione in derivati come “di copertura” e ciò ha l'effetto di “disciplinare”, e in alcuni casi di limitare, l'operatività in derivati da parte delle imprese stesse.

I grandi gruppi industriali quotati fanno un uso intenso che è da ritenere consapevole degli strumenti derivati, sia per effetto di una maggiore competenza delle relative direzioni amministrative e finanziarie sia grazie all'effetto disciplinante degli IAS/IFRS.

Il discorso è invece molto diverso per le piccole e medie imprese non quotate, che non sono obbligate ad applicare i principi contabili internazionali. Molte di queste imprese sono caratterizzate da una scarsa cultura del “rischio” e la stessa finalità dell'utilizzo dei derivati, copertura o speculazione, non è sempre chiara agli imprenditori.

Nel corso dell'indagine CONSOB del 2004 è emerso come l'attività in derivati delle imprese di medie e piccole dimensioni fosse nata intorno alla fine degli anni novanta sulla scia di diffuse aspettative di rialzo dei tassi di interesse. La dinamica della congiuntura economica in Europa e negli USA ha fatto sì che, almeno sino al 2005, tali aspettative si dimostrassero errate. Così come accaduto per gli Enti Locali, l'operatività in derivati ha sistematicamente generato perdite per le imprese, pur sembrando ricollegabile ad un genuino intento di copertura dei rischi. Tuttavia il fenomeno è di difficile quantificazione in quanto gli intermediari non sono sempre in grado di valutare la coerenza fra l'ammontare del derivato e la dimensione e la struttura delle passività da coprire, anche per via della prassi del fenomeno del multiaffidamento, largamente diffuso nel nostro sistema finanziario (per cui le imprese hanno relazioni finanziarie con più di una banca).

Una seconda fase, iniziata alla fine del 2005, è stata invece caratterizzata da atteggiamenti differenziati da parte delle imprese. Alcune hanno mantenuto le posizioni in perdita, ma la successiva salita dei tassi di interesse ha fatto sì che i contratti derivati incominciassero a produrre l'effetto sperato in termini di protezione dal rischio di tasso.

Altre imprese, invece, hanno rinegoziato i contratti derivati in perdita. Esattamente come accaduto nel caso degli Enti Locali, le rinegoziazioni hanno dato luogo a nuovi contratti molto complessi, disegnati in maniera tale da assorbire il valore negativo dei precedenti derivati, lasciando però scarse probabilità all'impresa di ottenere effettivi benefici in termini di copertura dei rischi. Tali nuovi contratti hanno spesso generato ulteriori e più consistenti perdite per gli imprenditori, che hanno portato talvolta a ulteriori rinegoziazioni.

Di fronte a questo scenario, nel periodo più recente alcuni intermediari hanno assunto politiche di gestione dell'esposizione verso le imprese più formalizzate; ad esempio,

la rinegoziazione di vecchi contratti in perdita è stata proposta alle imprese solo nel caso in cui la perdita fosse al di sotto di una determinata soglia (ad esempio il 10% del debito da coprire con il derivato), mentre per soglie di perdite superiori si è proposto all'impresa la chiusura del contratto attraverso la concessione di un finanziamento.

Come in precedenza indicato, nell'ambito di alcune istruttorie di vigilanza condotte dalla CONSOB, sono emersi casi estremi in cui alcuni intermediari hanno proposto contratti molto complessi anche alle imprese che si affacciavano per la prima volta al mercato dei derivati. Questi contratti erano disegnati in maniera tale da presentare già in partenza un valore di mercato negativo per l'impresa (cosiddetti contratti "*non par*"). Questa circostanza non è sempre stata resa esplicita all'impresa, poiché in caso contrario l'intermediario avrebbe dovuto riconoscere all'impresa l'importo monetario del valore negativo al momento della stipula del contratto; inoltre, talvolta, i contratti erano disegnati in maniera tale da prevedere nei primi periodi un flusso di cassa positivo per l'impresa; nei periodi successivi, invece, le probabilità di guadagno per l'impresa divenivano remote. Le imprese non avevano quindi la percezione di avere stipulato un contratto in perdita, poiché nei periodi iniziali ricevevano pagamenti da parte degli intermediari. In altri casi il valore di mercato negativo è stato reso esplicito all'impresa giustificandolo come commissione di intermediazione per la banca.

7) Conclusioni

In linea di principio, gli strumenti derivati svolgono una funzione positiva per il sistema finanziario, poiché consentono un'allocazione ottimale dei rischi. I derivati permettono, infatti, il trasferimento dei rischi verso i soggetti meglio in grado di sopportarli o di gestirli. L'evoluzione del mercato ha portato all'affermarsi di strumenti sempre più complessi la cui comprensione e valutazione richiede sofisticate

competenze finanziarie. Tali competenze, tuttavia, tendono inevitabilmente a rimanere concentrate fra gli intermediari finanziari.

L'obiettivo primario della disciplina sull'intermediazione mobiliare e finanziaria è appunto quello di limitare gli effetti indesiderati di tali asimmetrie, apprestando le necessarie tutele nei confronti dei soggetti più deboli e sprovvisti di un'adeguata cultura finanziaria. Gli intermediari devono dunque prestare la massima attenzione al rispetto di tale disciplina e dei doveri "fiduciari" che si instaurano con la clientela cosiddetta *retail*. Essi devono anche prestare la massima diligenza nel classificare in maniera appropriata la clientela, categorizzando come "clienti professionali", o "operatori qualificati", solo i soggetti realmente in grado di comprendere e sopportare i rischi delle operazioni finanziarie proposte o consigliate. Una volta classificato come "professionale", sta però al cliente maturare la consapevolezza dell'elevato livello di sofisticazione delle competenze finanziarie necessarie per porre in essere operazioni in strumenti derivati.

Da questo punto di vista, l'applicazione della MiFID porterà verosimilmente ad un innalzamento dei livelli di protezione, imponendo agli intermediari procedure più articolate e rigorose per la classificazione della clientela. Per ciò che riguarda i soggetti pubblici, e più in particolare gli Enti locali, la materia sarà disciplinata da apposita regolamentazione secondaria, attuativa della MiFID, emanata dal Ministero dell'economia e delle finanze. Nel nuovo quadro normativo la CONSOB avrà gli strumenti per effettuare una verifica più penetrante e incisiva sulle modalità di classificazione della clientela.

Come detto, sebbene il fenomeno abbia coinvolto quasi esclusivamente operatori qualificati o professionali, la CONSOB ha seguito da vicino il problema del collocamento dei derivati e ha condotto incisive azioni di vigilanza; altre attività di vigilanza sono tuttora in corso.

Nell'ambito dei doveri di vigilanza sul comportamento complessivo degli intermediari, l'azione della CONSOB deve tendere soprattutto a privilegiare la salvaguardia degli interessi della clientela *retail*, più debole e più esposta a comportamenti opportunistici degli intermediari.

La normativa esistente non attribuisce alla CONSOB poteri nei confronti degli Enti Locali; tali poteri sono attribuiti al Collegio dei Revisori, alla Corte dei Conti e al Ministero dell'economia e delle finanze, con l'obiettivo ultimo di garantire il contenimento e il controllo della spesa pubblica. La CONSOB eserciterà i controlli sul comportamento degli intermediari previsti dall'ordinamento, graduandoli in funzione della tipologia di clientela, sulla base del sistema di classificazione che sarà introdotto con la MiFID.

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
<i>(in % del totale attivo)</i>	<i>(222%)</i>	<i>...</i>
Enti Locali (dati 2006)	13*	-0,8*
<i>(in % dell'indebitamento)</i>	<i>(36%)</i>	<i>(-2,3%)</i>
Imprese non finanziarie		
Società quotate (dati 2005)	110	-1
<i>(in % dei debiti finanziari)</i>	<i>(69%)</i>	<i>(0,9%)</i>
Società non quotate (dati 2004)	121	-3,7
<i>(in % dei debiti finanziari)</i>	<i>(22%)</i>	<i>(0,7%)</i>

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Consob *Dati relativi alla sola esposizione verso banche italiane. Il dato del valore nozionale è parzialmente stimato