



Giunte e Commissioni

RESOCONTO STENOGRAFICO

n. 7

N.B. I resoconti stenografici delle sedute di ciascuna indagine conoscitiva seguono una numerazione indipendente.

6^a COMMISSIONE PERMANENTE (Finanze e tesoro)

INDAGINE CONOSCITIVA SULL'UTILIZZO
E LA DIFFUSIONE DEGLI STRUMENTI DI FINANZA
DERIVATA E DELLE CARTOLARIZZAZIONI
DELLE PUBBLICHE AMMINISTRAZIONI

81^a seduta: mercoledì 6 maggio 2009

Presidenza del presidente BALDASSARRI,
indi del vice presidente FERRARA

I N D I C E

Audizione di rappresentanti della NAFOP (The National Association of Fee Only Planners)

PRESIDENTE		* ARMELLINI	Pag. 3, 7, 8 e <i>passim</i>
– FERRARA	Pag. 3, 10	* ORTICA	5
* COSTA (PdL)	8	TROTTA	7
D'UBALDO (PD)	8, 9		
LANNUTTI (IdV)	8		
* LEDDI (PD)	8, 9		

Audizione di rappresentanti della ASSOFINANCE

PRESIDENTE		* BENINI	Pag. 10, 16, 17 e <i>passim</i>
– FERRARA	Pag. 10, 15, 18	* CARRADORI	14
BARBOLINI (PD)	17	* FADEL	13
* BONFRISCO (PdL)	15	* PUDDU	10
LANNUTTI (IdV)	16		
* LEDDI (PD)	15		

Audizione di rappresentanti dell'AIAF (Associazione Italiana degli Analisti Finanziari)

PRESIDENTE		* DE FELICE	Pag. 18, 21, 22 e <i>passim</i>
– BALDASSARRI	Pag. 20, 22, 23	* SCARANO	22
– FERRARA	18		
* COSTA (PdL)	21		
LANNUTTI (IdV)	22		
* LEDDI (PD)	20, 23		

N.B. L'asterisco accanto al nome riportato nell'indice della seduta indica che gli interventi sono stati rivisti dagli oratori.

Sigle dei Gruppi parlamentari: Italia dei Valori: IdV; Il Popolo della Libertà: PdL; Lega Nord Padania: LNP; Partito Democratico: PD; UDC, SVP e Autonomie: UDC-SVP-Aut; Misto: Misto; Misto-MPA-Movimento per l'Autonomia: Misto-MPA.

Intervengono, ai sensi dell'articolo 48 del Regolamento, il dottor Cesare Armellini, presidente della NAFOP – The National Association of Fee Only Planners, accompagnato dal dottor Matteo Trotta e dal dottor Marco Ortica della medesima associazione; la dottoressa Giannina Puddu, presidente della ASSOFINANCE, accompagnata dal dottor Nicola Benini, dal dottor Pierluigi Fadel, dal dottor Matteo Carradori e dal dottor Nicola Perali della stessa associazione; il dottor Gregorio De Felice, presidente dell'AIAF – Associazione Italiana degli Analisti Finanziari, l'ingegner Alfonso Scarano e il dottor Franco Biscaretti di Ruffia per la stessa associazione.

Presidenza del vice presidente FERRARA

I lavori hanno inizio alle ore 15,25.

PROCEDURE INFORMATIVE

Audizione di rappresentanti della NAFOP (The National Association of Fee Only Planners)

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca il seguito dell'indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni, sospesa nella seduta del 1° aprile scorso.

Comunico che, ai sensi dell'articolo 33, comma 4, del Regolamento, è stata chiesta l'attivazione dell'impianto audiovisivo nonché la trasmissione del segnale audio con diffusione radiofonica, e che la Presidenza del Senato ha già preventivamente fatto conoscere il proprio assenso. Se non vi sono osservazioni, tale forma di pubblicità è dunque adottata per il prosieguo dei lavori.

Sono in programma oggi numerose audizioni. Sarà svolta per prima l'audizione di rappresentanti della NAFOP. Sono oggi presenti il dottore Cesare Armellini, presidente della NAFOP, il dottor Matteo Trotta e il dottor Marco Ortica che ringrazio per aver accolto il nostro invito.

Cedo ora la parola al dottor Armellini.

ARMELLINI. Innanzitutto, rivolgo a tutti un ringraziamento per l'invito. Per la nostra associazione questa rappresenta un'importante occa-

sione, essendo un'associazione abbastanza giovane per far conoscere il lavoro che stiamo portando avanti.

Prima di entrare nello specifico dell'argomento derivati, ritengo essenziale ricordare le nostre caratteristiche. L'Associazione dei consulenti finanziari indipendenti è costituita da professionisti che non hanno legami con soggetti che vendono prodotti finanziari (quindi con banche, compagnie di assicurazioni, reti di vendita e altri simili). La nostra remunerazione proviene unicamente dal cliente, che può essere un privato, un'azienda o un ente locale, come nel caso dei derivati.

Tengo in particolar modo a evidenziare che i nostri associati sono assolutamente privi di qualsiasi conflitto d'interessi nel consigliare ai clienti qualsiasi soluzione finanziaria. A tale riguardo vorrei puntualizzare cosa si intende per conflitto di interessi.

Nel momento in cui avviene la vendita di un prodotto finanziario di qualsiasi genere (che sia un fondo, un derivato o altro tipo di prodotto), si realizza un trasferimento di rischio a carico dell'investitore, sia esso un privato o un ente locale. Il problema che abbiamo individuato è che maggiore è il rischio che viene trasferito al cliente, maggiore è la provvigione che ne ricava la banca, la rete di vendita, o la compagnia di assicurazione che ha collocato il prodotto.

Consigliare soluzioni finanziarie nell'ambito del conflitto d'interessi, genera – come è sempre avvenuto in passato – rischi per i clienti in quanto la pressione commerciale a cui è sottoposto il venditore espone il cliente a maggiori rischi a lui poco noti.

Prima di entrare nel merito degli argomenti qui oggi trattati apro una breve parentesi in merito ai derivati venduti ai privati, in quanto ritengo sia un fenomeno non sufficientemente noto.

Negli ultimi anni sono stati venduti circa 120 miliardi di euro di prodotti denominati *index linked* che contengono, per il 15 per cento, prodotti derivati. La questione dei derivati, quindi, non riguarda soltanto gli enti locali o le aziende, ma anche persone fisiche e questo avviene costantemente. Nella vendita dei derivati ai privati, avviene che il rendimento atteso sull'investimento effettuato viene prelevato e incassato, nella stragrande maggioranza dei casi, da chi ha venduto la polizza *index linked*. Questo rappresenta un aspetto importante e da tenere in considerazione quando si analizza la questione dei derivati in generale.

Precisati questi punti, che ritengo fondamentali, passo ora a sintetizzare l'importanza della nostra Associazione e il suo sviluppo sul territorio italiano.

NAFOP è fortemente radicata sul territorio, captiamo immediatamente le soluzioni non adeguate che vengono collocate dai venditori di prodotti finanziari. I nostri associati intervengono prima di quanto non riesca a fare il legislatore, che, solitamente, è in grado di intervenire dopo che il danno al risparmiatore è stato procurato. Ritengo che sarebbe opportuno che alla nostra categoria fosse riservata maggiore attenzione per il lavoro che abbiamo svolto e continuiamo a svolgere a protezione dei risparmi. Come sappiamo, i derivati hanno una componente di rischio ele-

vata e, di conseguenza, delle commissioni implicite, quindi non dichiarate, molto elevate che ne determinano una spinta commerciale non indifferente.

Lascio ora la parola al dottor Ortica, che si è occupato nello specifico della tematica dei derivati venduti agli enti locali.

ORTICA. Signor Presidente, Commissione tutta, per ragioni di tempo non mi soffermerò sulla letteratura normativa che ha avuto origine già dal 1990, anche perché vi è già stato consegnato un nostro documento, ma non posso tuttavia rinunciare a soffermarmi su alcuni elementi che riteniamo fondamentali per questa audizione.

Come ha evidenziato il dottor Armellini, proprio il fatto di essere radicati nel territorio ci permette di poter trasferire anche a questa Commissione tutta la nostra esperienza, maturata in questi anni. *In primis*, voglio evidenziare come sia avvenuto un mutamento, piuttosto che una trasformazione, dell'ufficio di ragioneria dell'ente territoriale in ufficio economico-finanziario. Si è trattato di un mutamento piuttosto repentino realizzatosi negli ultimi anni, però – è necessario precisare – non accompagnato da un'adeguata formazione dei dirigenti pubblici. Ed è proprio attorno a questo vuoto strategico che il sistema bancario e parabancario ha potuto trovare terreno particolarmente fertile per perseguire quelle politiche commerciali, anche piuttosto aggressive, in seno alla pubblica amministrazione.

Riteniamo che affidare prodotti a soggetti pubblici, spesso inconsapevoli di quello che veniva loro consigliato e poi fatto acquistare, sia stato, con tutta probabilità, imprudente. Ad oggi non sono quantificabili e classificabili le perdite originate dagli *swap* ma si tratterà sicuramente di un conto molto salato che non tanto le singole amministrazioni dovranno pagare, ma la comunità intera dovrà scontare per l'uso inappropriato di alcuni strumenti finanziari che hanno generato commissioni per l'intero sistema bancario senza che questi portassero reale vantaggio agli enti. Quindi, un sistema utile soltanto a sé stesso.

Tale nulla finanziario è stato illusoriamente colmato dalle banche che si sono poste come *advisor* dell'ente promettendo di fare gli interessi del medesimo, mentre di fatto non è andata così. È irrilevante e non rappresenta certamente una minore colpa che l'incarico sia stato conferito a titolo non oneroso, perché i margini di guadagno dell'intermediario andavano ampiamente a ricompensare la consulenza.

Si tratta dunque di capire se ci siamo trovati dinanzi ad una vendita di prodotti, come in realtà si è manifestato, oppure ad un incarico di consulenza, perché se, in realtà, di consulenza si tratta vorremmo capire dove risiedono il maggior vantaggio e l'utilità conseguibile per l'ente.

Per ragioni di tempo non evidenzio quanto ha già dichiarato l'IGF nelle sue relazioni del 2005 del 2006, ma voglio chiarire un aspetto. Benché in forza di una norma che la permette nelle forme e modalità previste, l'impiego di finanza complessa avente il fine della cosiddetta *liability management*, cioè della gestione attiva del debito, non è imposta. Va detto

che la scarsità di informazioni presso i dirigenti pubblici su questo tema è stata mitigata dalle politiche commerciali, anche piuttosto aggressive, delle reti che dovevano collocare questi prodotti e l'asimmetria informativa che sovrasta i rapporti cliente-intermediario resta il peccato originale di questa vicenda. C'è di più. Nella stragrande maggioranza dei casi erano le banche stesse a indicare alle amministrazioni come scrivere le delibere di giunta, inviando documentazione anche in formato elettronico e chiedendo al cliente di limitarsi a copiare su carta intestata dell'ente il documento stesso. Riteniamo che questi fatti, dimostrabili e molto gravi, spostatino l'autonomia decisionale della pubblica amministrazione, che, per definizione, non dovrebbe essere sottomessa da alcuno nel compiere delle scelte.

Vorrei inoltre evidenziare che riteniamo importante il conformarsi alla *ratio* contenuta nella circolare del Ministero dell'economia e delle finanze del 27 maggio 2004 in cui si fa riferimento a uno spirito di riduzione del rischio creditizio. Rendo noto a questa Commissione che il merito di credito (il *rating*), sia per gli emittenti i titoli che compongono i *sinking funds*, sia per gli intermediari con i quali è ammesso chiudere operazioni derivate, non può essere unicamente ricondotto alle certificazioni delle agenzie di *rating* che potrebbero non costituire garanzia della reale indipendenza di valutazione, ma rifarsi, per esempio, ad alcuni indicatori oggettivi impiegati dal sistema bancario globale, come i CDS (*credit default swap*). A questo riguardo, la vicenda Lehman Brothers *docet*. Nelle precedenti audizioni della CONSOB e di altre *authority* sono stati ampiamente discussi i temi della rimodulazione e delle rinegoziazioni dei contratti di finanza derivata, ma vorrei evidenziare che un momento come quello che stiamo attraversando favorisce il fenomeno dell'*unwinding*, cioè l'estinzione anticipata dei contratti, considerando che negli ultimi sei mesi il crollo verticale dei tassi ha comportato una conseguente diminuzione dei valori del *mark to market* (MTM), ovvero il valore di uscita del contratto in quel preciso momento, che addirittura si è ridotto anche del 70 per cento. Ci troviamo tuttavia di fronte a una situazione che non può trovare ragione in una produzione unilaterale da parte della banca di calcoli dei relativi importi dei flussi e degli MTM o di ogni altra spesa od onere, seppure *in bona fides*, perché fa mancare *ab origine* le ragioni di un'eventuale contestazione; o meglio, accettare passivamente un dato senza che questo sia stato valutato e verificato immediatamente prima che venga impartito l'ordine di chiusura del contratto è un *modus operandi* che non possiamo condividere. È ragionevole pensare che, così come all'atto della vendita del derivato l'intermediario ha trattenuto, occultandole, delle commissioni, nulla fa ritenere che fino all'ultimo non possa verificarsi la stessa identica situazione con l'estinzione anticipata del contratto. È necessario che l'intermediario dichiari prima di concludere l'operazione quali sono gli *input* utilizzati per comporre il valore del flusso o del MTM (tassi, curva *forward*, volatilità, costi di controparte o qualsiasi altro elemento che abbia valenza economica o monetaria) e la sua esatta valorizzazione.

Discutibile, sotto il profilo normativo ed etico, l'atteggiamento generalizzato degli intermediari, che dapprima hanno concluso un contratto verbale con l'ente (spesso andando dall'amministratore piuttosto che dal direttore finanziario), evidenziando gli aspetti positivi di questi strumenti innovativi (l'*up-front*, il costo zero dell'operazione, un profilo tranquillo e per certo non rischioso), salvo poi rappresentare in modo difforme, attraverso contratti *ad hoc* preparati dall'intermediario stesso, la realtà dell'operazione, che non è quindi conseguente né in forma, né in sostanza agli accordi verbali. Improvvisamente, la serenità infusa inizialmente si tramuta, all'atto della sottoscrizione del contratto, in un potenziale danno non determinabile *a priori*.

Le modalità di *exit strategy* devono essere realmente convenienti per l'amministrazione che, certamente, non può affrontare da sola questo problema, ma deve essere supportata da professionalità specifiche prive di qualsiasi conflitto di interessi. In questo modo è realmente perseguibile l'obiettivo del reale contenimento della spesa pubblica, perché sarà l'amministrazione, supportata dal professionista, a stabilire le condizioni che permettano di centrare le finalità nell'ambito di programmazione economico-finanziaria senza delegittimare o deresponsabilizzare l'amministrazione stessa. È necessario dunque coinvolgere tali soggetti per poter individuare una strada di condivisibilità e adeguata sostenibilità per gli enti al fine di pervenire ad una soluzione di questa vicenda. Non è un caso che le amministrazioni, anche di piccole dimensioni, abbiano deciso di affidarsi a studi di consulenza finanziaria indipendenti per risolvere il loro problema.

Oltre che di codesta Commissione, restiamo a disposizione del Ministero e del Parlamento per offrire la nostra competenza, la nostra esperienza e completa collaborazione per individuare delle *exit strategies* efficaci ed efficienti.

ARMELLINI. Se possibile, lascerei ora la parola al dottor Trotta, che, molto brevemente, accennerà agli strumenti finanziari venduti alle aziende, per avere il quadro completo dei derivati venduti a tutti gli investitori in Italia (privati, aziende, enti locali).

TROTTA. Signor Presidente, onorevoli senatori, il problema dei derivati per le aziende forse nasce qualche anno prima rispetto agli enti locali. Dalle nostre analisi, e da quanto abbiamo potuto riscontrare, è emerso come la produzione e la rinegoziazione dei contratti derivati venduti dalle banche alle aziende non tenesse conto dell'effettiva esigenza di copertura dai rischi di possibili aumenti dei tassi d'interesse, ma rispondesse a un'esigenza di vendita del prodotto del momento. Nei moltissimi casi posti alla nostra attenzione abbiamo in genere riscontrato una quasi perfetta omogeneità nella successione dei contratti derivati che venivano fatti sottoscrivere alle aziende. Questo è un segno evidente di come la copertura dei rischi, il fine principale per cui si assumono contratti derivati, non abbia mai rappresentato l'interesse principale della banca; quindi, venivano sempre sottoscritti contratti derivati speculativi con un grado di scom-

messa sempre maggiore per poter ridurre le perdite che si stavano accumulando nelle scommesse fatte negli anni precedenti. A questo proposito, non è un caso che la recente riduzione dei tassi d'interesse non abbia comportato in tutti i casi una diminuzione del valore negativo dei contratti derivati, così come è avvenuto per gli enti locali. Oggi tale problema sembra diminuito per effetto del calo dei tassi, ma ciò non è vero per le aziende, perché le scommesse assunte sono state di diverso tipo.

Passando alle ragioni che hanno condotto a questa vendita indiscriminata di contratti derivati, va detto che dalle nostre analisi è emerso come il livello commissionale che le banche applicavano a ogni contratto derivato in media fosse pari al due per cento. Questo significa che un prodotto derivato di natura standard, che rispondeva a effettive esigenze di copertura dei rischi finanziari, rendeva molto meno rispetto alla vendita di un prodotto complesso e al trasferimento dei rischi.

D'UBALDO (*PD*). Vorrei sapere se ed in quale misura in tutto questo periodo come liberi professionisti siete stati coinvolti da qualche amministrazione pubblica centrale o da qualche ente locale. Inoltre, vorrei sapere quali contratti sono stati stipulati.

LEDDI (*PD*). Vorrei sapere a quanti Comuni è riferita l'esperienza della NAFOP e quindi quanto ritenete possa essere estesa la vostra analisi.

COSTA (*PdL*). Vorrei sapere quanti sono i consulenti finanziari abilitati che aderiscono alla vostra associazione rispetto al totale dei consulenti finanziari presenti in Italia.

LANNUTTI (*IdV*). Una domanda telegrafica. Poiché sostenete di essere indipendenti e quindi di non dipendere da chi vi paga, vale a dire le banche, vorrei sapere se nel momento in cui è scoppiata la bolla dei derivati avete pensato di mettere in guardia i Comuni, gli enti locali o anche le piccole o medie imprese, svolgendo una qualche attività di prevenzione. Alcune banche, tipo Unicredit, ma anche banche estere, risultano indagate come alcuni consulenti di fama mondiale; ricordo in proposito il sequestro conservativo disposto dal sostituto procuratore Robledo per 475 milioni di euro nei confronti di banche estere, ma anche italiane, per una truffa ai danni del Comune.

ARMELLINI. La nostra esperienza è riferita a circa cento enti locali. Per molti abbiamo svolto perizie tecniche che hanno messo in evidenza ogni aspetto della struttura dei derivati stipulati, evidenziando lo squilibrio di tali contratti, che invece di offrire una copertura si sono rivelati una scommessa gravata oltretutto da pesanti commissioni. La nostra assistenza ha lo scopo di arrivare all'estinzione dei contratti derivati, in quanto il rischio rimane fintantoché non si arriva alla chiusura. Nel settembre 2008 abbiamo cercato di fornire assistenza ad alcuni Comuni la cui situazione finanziaria era prossima al fallimento dal momento che i *mark to market*,

anche nei piccoli Comuni, erano arrivati a livelli estremamente elevati. Occorre evidenziare che con l'avvento della crisi finanziaria le perdite per i Comuni si sono ridotte notevolmente grazie alla riduzione dei tassi di interesse. Abbiamo già aiutato diversi Comuni nell'estinzione dei contratti assistendoli anche sulla determinazione del prezzo di chiusura. La definizione di un prezzo per l'estinzione di prodotti finanziari non quotati si è rivelata un problema non di poco conto.

Attraverso relazioni specifiche alla Corte dei conti abbiamo riferito circa la procedibilità e gli aspetti di chiusura specifica degli strumenti derivati, oltre a trattare questioni di storno delle commissioni e di riduzione dei *mark to market* a favore dei Comuni.

D'UBALDO (PD). Vorrei sapere se un Comune, quando intendeva sottoscrivere un prodotto derivato, vi chiamava.

ARMELLINI. No, non ci hanno chiamati. Abbiamo fatto solo contratti di consulenza per spiegare come uscire da questi prodotti. Abbiamo svolto soltanto questo tipo di attività perché non abbiamo avuto altre possibilità. Speriamo che in futuro si possa intervenire per prevenire, in quanto l'aspetto fondamentale per i Comuni è avere un soggetto competente assolutamente indipendente, a differenza, ad esempio, delle società di *rating* pagate dalle banche per promuovere i loro prodotti o le loro obbligazioni. Non deve esserci passaggio di denaro tra intermediario e società di *rating*, altrimenti il meccanismo non funziona.

Per quanto concerne la domanda relativa al numero di associati, evidenzio che siamo in attesa dell'Albo dei consulenti finanziari indipendenti, che oggi non è ancora operativo. Attualmente riuniamo, come associazione, circa 200 consulenti finanziari indipendenti, ma con l'avvio operativo dell'albo, che è stato appena istituito, si avrà una costante crescita di una professione importante.

Per quanto riguarda la necessità di fare prevenzione, abbiamo scritto dei libri in collaborazione con «Il Sole-24 Ore» – l'ultimo è stato pubblicato nel 2008 – in cui abbiamo sollevato il problema dei prodotti derivati. Servirebbe un collegamento tra la nostra associazione e probabilmente un ente governativo o organo parlamentare, comunque qualcuno che ci permetta di portare il nostro messaggio. Noi siamo sul territorio e ci occupiamo di tutto ciò che avviene sul medesimo. Cito a titolo di esempio i derivati venduti ai privati, la cui entità e struttura è sconosciuta.

LEDDI (PD). Ad integrazione della mia domanda precedente, volevo conoscere la dimensione media dei Comuni.

ARMELLINI. Si tratta prevalentemente di Comuni piccoli. Sono pervenuti contratti di tante amministrazioni, anche di Regioni importanti, che però non sono emersi a livello ufficiale. Non abbiamo pertanto proceduto ad assistenze ufficializzate.

PRESIDENTE. Vi ringrazio per le preziose informazioni fornite ed anche per non aver menzionato il titolo del libro, in quanto la citazione avrebbe potuto costituire illecita pubblicità.

Audizione di rappresentanti della ASSOFINANCE

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca ora l'audizione di rappresentanti della ASSOFINANCE. Sono presenti la dottoressa Giannina Puddu, presidente dell'associazione, il dottor Nicola Benini, vice presidente, il dottor Pierluigi Fadel, dell'ufficio legale, e il dottor Matteo Carradori.

Cedo la parola alla dottoressa Puddu.

PUDDU. Innanzitutto, desidero salutare e ringraziare, a nome mio e degli associati, tutti i membri della Commissione. Desidero quindi ricordare la ragione per la quale esiste ASSOFINANCE. Questa va ricercata nel fatto che da tempo in Italia si parla ormai di consulenza finanziaria indipendente, e ciò avviene per una ragione politica molto forte, che è la necessità di difendere il risparmio. Per noi la difesa del risparmio si rivolge a quello che consideriamo il risparmio privato, vale a dire la rinuncia delle famiglie a spendere accantonando per il futuro, per spese importanti. Per noi il risparmio è in qualche modo una risorsa pubblica. Infatti, mentre il risparmio *tout court* è spontaneo, la risorsa pubblica deriva da un risparmio forzato, che comunemente chiamiamo tasse, chiesto dai Governi ai cittadini per finanziare obiettivi comuni.

Negli ultimi anni il risparmio è stato particolarmente massacrato, perché la finanza ha sviluppato un processo di sofisticazione notevole che per essere compreso necessita di competenze tecniche rilevanti. Tutti i problemi che il risparmio pubblico e privato sta vivendo, quindi le intere risorse finanziarie nazionali, derivano innanzitutto da un problema di competenza dell'interlocutore rispetto al sistema bancario, unico collettore di tutti i flussi di risparmio. Da questa asimmetria informativa tra banche e clienti, tanto pubblici che privati cittadini, derivano tutti i problemi che conosciamo.

Il nostro ruolo, come associazione di consulenti indipendenti, è di colmare questa asimmetria informativa coltivando competenze da mettere a disposizione del privato cittadino nel momento in cui interloquisce con la banca, così come delle pubbliche amministrazioni nel momento in cui decidono di sottoscrivere a loro volta contratti finanziari con l'industria bancaria.

Darei ora la parola al dottor Nicola Benini, che da molti anni si occupa di strumenti derivati.

BENINI. Sono Nicola Benini, dottore commercialista ed ex ufficiale della Guardia di finanza. Mi occupo di derivati oggetto dell'indagine da sette anni e con il collega Carradori da ventitré anni trattiamo contratti de-

rivati in conto e a nome proprio, quindi con responsabilità diretta sulle operazioni svolte.

È estremamente difficile condensare in pochissimi minuti ciò che è necessario dire, per cui mi rimetto al contenuto delle memorie che vi abbiamo consegnato e che rappresentano l'estrema sintesi di sette anni di esperienze vissute parlando con i diretti interessati, enti locali, amministratori, nonché organi inquirenti. Dal momento che siamo consulenti tecnici per conto di alcune procure della Repubblica e collaboriamo con la Guardia di finanza (visto che siamo stati nominati ausiliari della polizia giudiziaria), possiamo affermare di aver visto in questi anni situazioni di ogni tipo.

Nel documento che abbiamo consegnato alla Commissione abbiamo messo in risalto i fattori di criticità che hanno portato in Italia alla diffusione o all'eccesso di sviluppo di strumenti finanziari derivati, strumenti che ovviamente non vogliamo demonizzare, ma del cui utilizzo probabilmente, in molti casi, si è abusato. A tal proposito faccio sempre l'esempio del malato che deve essere curato con opportuni dosaggi e opportuni principi attivi il cui effetto che non è quello atteso, se curato con sovradosaggi o con farmaci non appropriati.

Abbiamo seguito con grande attenzione il dibattito che si è svolto sul tema dei derivati e le audizioni delle rappresentanze che ci hanno preceduto e non credo sia un caso che oggi ci troviamo qui a discutere dell'argomento, dopo le indagini conoscitive condotte nel 2005 e nel 2007. Visto che questa è la terza volta che si discute della questione, evidentemente il problema non è stato risolto.

Esortiamo questa Commissione ad ascoltare i diretti interessati, a dialogare con gli amministratori pubblici, con gli organi inquirenti, con la Guardia di finanza, a fare ciò che, purtroppo, non è stato fatto nelle precedenti indagini (mi riferisco alle indagini relative alle imprese riguardo alle quali abbiamo analizzato centinaia e centinaia di casi e migliaia di contratti finanziari derivati).

Ricordo che siamo consulenti della Parmalat (abbiamo lavorato con il dottor Bondi), che abbiamo «smontato» circa 8 miliardi di euro di derivati per conto dell'amministrazione straordinaria; il problema, però, non riguarda solo la Parmalat, ma anche e soprattutto la piccola impresa, persino società di persone, così come analogamente sappiamo che i prodotti derivati sono stati utilizzati da piccoli comuni, come quello di Polino con 284 anime, e da Comuni più importanti, come Roma e Milano. Si tratta di situazioni diverse che, evidentemente, devono essere trattate in maniera differente.

Il messaggio che voglio lanciare è che, arrivati a questo punto, è innanzitutto necessario cercare di perimetrare esattamente il fenomeno. Le ricerche condotte finora hanno dimostrato che ancora oggi non sono chiari la diffusione e l'effetto del fenomeno e questo perché i soggetti uditi in passato sono di parte: ognuno, cioè, cerca, giustamente, «di tirare l'acqua al proprio mulino».

In realtà, il problema dei derivati è interdisciplinare. Come dottore commercialista, percepisco non soltanto l'aspetto matematico, statistico e finanziario del problema, ma anche quello civilistico-legale, quello quantitativo e quello fiscale. È necessario inquadrare il fenomeno a 360 gradi per comprenderlo.

Dunque, come ho già evidenziato, è importante perimetrare il fenomeno, e sappiamo come questo si può fare; tecnicamente, la soluzione esiste e la Corte dei Conti ha già iniziato correttamente a muoversi in questa direzione attraverso dei questionari che, però, devono essere ben formulati. Questionari già utilizzati nel mondo delle imprese con i quali siamo riusciti a capire, ad esempio, qual era esattamente la diffusione del fenomeno all'interno di un certo ambito territoriale, quali i rischi (che non vanno confusi con il pericolo perché il pericolo è una percezione soggettiva, mentre il rischio è una quantità finanziaria, una variabile finanziaria che si può controllare, misurare e monitorare).

Per far questo però non ci si deve far coinvolgere in decisioni euristiche, ma utilizzare la scienza. Oggi la scienza ci può aiutare attraverso la matematica finanziaria e la modellistica quantitativa. Vorrei rifarmi ad un solo esempio semplice, intuitivo in quanto rappresentabile graficamente.

Qualunque strumento finanziario anche derivato ha una certa distribuzione probabilistica dei risultati attesi. Tale modalità peraltro è suggerita anche dall'ufficio studi della CONSOB. Dalla stessa distribuzione il lettore della scheda tecnica del prodotto può comprendere cosa ha di fronte perché *ex ante* è in grado di valutare come questo prodotto si può muovere nel tempo rispetto al valore atteso (rischio).

Nel caso dell'ente locale, è possibile *ex ante* fare una valutazione di profilazione del rischio che permette di tener conto anche della quantità sottostante unendo l'effetto dello strumento finanziario derivato al proprio sottostante, cioè il debito. Ricordiamo che le due cose non vanno scisse: l'analisi deve essere fatta in ragione del debito dell'ente locale. Ciò che oggi preoccupa è anche la sostenibilità di tale debito.

I grafici presentati nel programma «Report», che probabilmente qualcuno di voi ha seguito, mostravano la distribuzione attesa dei «*cash flows*» in un certo numero di anni. Ebbene, è un caso curioso, ma non casuale, che gli enti locali nei primi anni hanno incassato gli *up-front* e le regolazioni periodiche positive perché l'ingegnerizzazione finanziaria – come spiegherà meglio poi il dottor Carradori – è in grado di bypassare anche le leggi più severe. Non vogliamo addossare colpe al legislatore, tutt'altro. Riteniamo, infatti, che il legislatore italiano abbia predisposto norme molto tutelanti ma, purtroppo, l'ingegneria finanziaria può aggirarle.

Bisogna aiutare gli enti locali affinché possano contare su qualcuno che li assista nelle trattative finanziarie, non soltanto con riguardo ai derivati ma anche a proposito della sostenibilità del debito, dell'analisi dello stesso debito e dell'analisi dei rischi. Dal momento che oggi le competenze ci sono (collaborano con noi tre docenti universitari che sono tre massimi esperti anche internazionali di finanza derivata), dovremmo cercare di unire le competenze teoriche ed accademiche alla pratica. Oggi

si può fare. La nostra società lo sta facendo da anni. Noi vogliamo mettere a disposizione della collettività le competenze scientifiche.

Cedo ora la parola all'avvocato Fadel per alcune considerazioni, *de iure condendo*, sulla manovra d'estate, sulla quale abbiamo cercato di intervenire suggerendo qualche piccolo emendamento.

FADEL. Cercherò di essere breve anche se, data la complessità dell'argomento, di cose da dire ce ne sarebbero un'infinità. Vi sono degli aspetti che secondo me è giusto mettere in evidenza, precisando che sono comunque d'accordo con quanto affermato dal dottor Benini circa la necessità di fare cultura finanziaria, altrimenti termini come CDS e *sinking fund* potrebbero non avere alcuna sostenibilità dal punto di vista giuridico.

La rilevanza del problema legato agli strumenti derivati sta nel fatto che sono stati sottoscritti contratti senza sapere cosa si stava facendo. Sono stati sottoscritti contratti con intermediari bancari che erano in contropartita diretta, cioè l'intermediario bancario rappresentava anche la controparte contrattuale. Dal momento che l'intermediario cerca di perseguire, come del resto è giusto che sia, il proprio interesse, vi chiedo come sia possibile – lo dice anche l'articolo 21 del TUF – fare l'interesse del proprio cliente quando si è la controparte contrattuale. Vi invito a riflettere su questo punto.

Si parla poi di *best execution*, si deve fare in modo cioè che il contratto abbia la migliore regolazione contrattuale possibile. Benissimo, ma nel caso in cui si è la controparte cosa può voler dire *best execution*? È come se dicessi che per effettuare una *best execution* non dovete venire da me, ma recarvi da un'altra persona che emetterà una parcella inferiore. Non lo dirò mai!

A proposito della comunicazione della CONSOB del 2 marzo, dove siamo anche intervenuti in sede di consultazione, il giudizio è stato positivo, ma tutto sommato forse non era necessario che intervenisse la CONSOB per dire che vi deve essere un obbligo di trasparenza. Ma attenzione, perché non si usa il termine «trasparenza»: bisogna dire «*disclosure*» perché utilizzando questo termine probabilmente qualcuno non segue, ed è meglio che ciò accada. E poi a seguire si parlerà di MTM e di *mark to market*, vale a dire di prezzo di mercato. Ma quale prezzo di mercato se il contratto è stato negoziato con la controparte? Parliamo invece di risarcimento del danno, che comunque l'intermediario bancario deve essere in grado di provare (*actore non probante, reus absolvitur*) non sulla base di un modello di *pricing*, che magari possiamo anche condividere nella prassi finanziaria, ma non in quel documento contrattuale. Se non lo abbiamo condiviso in quel documento contrattuale è troppo semplice dire che si tratta dell'importo di mercato, perché non è così.

Abbiamo riscontrato un'altra criticità importante circa la sottoscrizione di contratti-quadro scritti in lingua inglese, i famosi *master agreement*, che di per sé dovrebbero rappresentare l'eccellenza (il problema infatti è che sono troppo eccellenti e magari non vengono compresi); ciò fa

si che l'eventuale *litigation* debba essere portata avanti in Inghilterra e forse non lo si farà mai perché la norma applicabile potrebbe essere quella inglese.

Un altro grandissimo problema che avevamo riscontrato e che la legge finanziaria per il 2009 ha giustamente evidenziato è relativo ai prestiti obbligazionari *bullet*, anziché in *amortizing*: la norma stabilisce che all'emissione di un prestito obbligazionario *bullet*, cioè con restituzione del capitale a scadenza, occorre affiancare un contratto derivato, uno *swap* piuttosto che un *sinking fund*. In primo luogo bisogna chiedersi per quali ragioni si deve sottoscrivere un prestito obbligazionario *bullet* per poi di fatto ammortizzare un debito con un contratto *swap*, che ovviamente genera un costo o comunque remunera il denaro in maniera inferiore, quando lo si poteva ammortizzare come si fa quando si procede al rimborso di un mutuo, che è già ammortizzato con le rate che si pagano mensilmente. Non è questo il caso per la finanza strutturata: si sottoscrive un prestito obbligazionario *bullet*, che significa fisso, si devono restituire tra quindici anni «x» milioni di euro, ma vanno ammortizzati.

Vorrei ora evidenziare un'ultima criticità in relazione ai contratti di consulenza, dal momento che purtroppo è capitato che l'intermediario non fosse solo la controparte bancaria, ma anche il consulente. Abbiamo tastato con mano questa eventualità, perché abbiamo visto la documentazione contrattuale ed è difficile negoziare un contratto in cui la controparte nello stesso tempo è anche il consulente.

CARRADORI. Anzitutto, prima di commentare un fenomeno come quello dei derivati occorre quantificarlo. Oggi infatti, sulle dimensioni quantitative dei suddetti strumenti finanziari è in corso un balletto di cifre e non si conosce con certezza la reale esposizione *mark to market* degli enti locali, ma questo dato serve perché un derivato trasforma le caratteristiche del sottostante debito dei Comuni. Sono anch'io dell'avviso che tutti i derivati emessi sono stati congrui, perché il loro valore nozionale è il medesimo dei debiti sottostanti, ma per me ciò significa che sono congrui, non che siano adeguati. Tuttavia, se modificano le caratteristiche di questo debito, lo influenzano: se – stando a quanto è visibile – il debito degli enti locali è 100, a quell'ammontare va aggiunto il valore attuale dei derivati, che sono parte integrante di quel debito.

Per sapere se il fenomeno è rilevante va dunque perimetrato. Qualora risultasse rilevante (e secondo la nostra casistica interna lo è), andrebbero indagate le qualità e verificata l'adeguatezza di tali contratti finanziari derivati, perché, come diceva il collega Benini, i derivati sono effettivamente una materia particolarmente complicata e laddove c'è complessità, c'è difficoltà di dialogo con il legislatore, ma anche tra domanda e offerta, e ciò genera inevitabilmente criticità.

Vorrei ora sottoporre alla vostra attenzione alcuni punti (che sono trattati diffusamente nella relazione depositata), considerandoli da entrambi i punti di vista, proprio perché il nostro principio è di essere *super partes*. Potrei dimostrare che la vendita di un *credit default swap* è equi-

valente, o magari più efficiente, rispetto alla sottoscrizione di un *sinking fund*; tuttavia, la vendita di un *credit default swap* non è consentita dalla legge, o quanto meno non è disciplinata, mentre lo è quella di un *sinking fund*. Questo è un paradosso, quindi viene da chiedersi se prevalga la forma o la sostanza. Sappiamo che l'*up front* è stato limitato all'1 per cento, ma sappiamo altresì che i derivati hanno un costo implicito o, quanto meno, non sono mai venduti a costo zero: qualora tali strumenti finanziari derivati garantiscano un *up front* facciale dell'1 per cento ma si potesse dimostrare che quello reale è del 6 per cento, quest'operazione sarebbe fuori legge? Quando si operano ristrutturazioni del debito solo mediante strumenti finanziari derivati che costano almeno un euro (abbiamo visto che questo è di dominio pubblico) si forma un nuovo debito, costituito da quello originario a cui si sovrappone il derivato, che costa almeno un euro in più; mi chiedo quindi se è legittima un'operazione in cui si fa una ristrutturazione del debito con un derivato. Strumenti derivati con piani di ammortamento che seguono il sottostante debito, ma il cui piano di ammortamento dell'onere a carico del Comune è stato artatamente variato per creare benefici per qualche anno e scaricando rischi o costi sul futuro, sono legittimi? In conclusione, occorre perimetrare il fenomeno, e per questo siamo disponibili a collaborare ad un progetto con l'Associazione italiana degli analisti finanziari (AIAF); successivamente si potrà indagare sulla qualità di ogni derivato che è stato sottoscritto.

BONFRISCO (*PdL*). Signor Presidente, per la rapidità, l'intensità e l'interesse che ha suscitato anche quest'audizione e vista la competenza tecnica degli intervenuti, vorrei chiedere se fosse possibile semplificare alcuni dati. Come è stato detto, infatti, il linguaggio da iniziati e la complessità rendono opaca questa materia e ciò fa sì che al legislatore, come a tutti gli altri, manchi spesso l'esatta percezione di alcuni elementi di fondo. Ad esempio, sulla scorta della vostra analisi e della statistica che avete potuto purtroppo condurre sui derivati diffusi nel sistema delle imprese e presso gli enti locali, gradirei fosse evidenziato l'esatto valore del profitto evidente delle banche o delle reti che diffondevano e vendevano tali prodotti. Vorrei altresì sapere se tale risultato era diverso dal profitto non dichiarato, che, come abbiamo appreso pur non essendo dei tecnici, sottostava alla stipula di questi contratti, che erano scritti in lingua inglese o contenevano meccanismi nascosti. Chi incassava la commissione cui spesso vi riferite: il funzionario, il direttore della banca, la banca nel suo insieme, la società d'intermediazione?

PRESIDENTE. La sua domanda si riferisce a possibili *over commission*?

BONFRISCO (*PdL*). Sì.

LEDDI (*PD*). In una delle precedenti audizioni l'ABI ha riferito che il numero dei Comuni interessati ai derivati, intesi nel loro aspetto di cri-

ticità, si poteva stimare in circa 800, di cui 200 di grandi dimensioni. Avete sentore che questa sia effettivamente la vera dimensione? Siete a conoscenza di attività già poste in essere dai Comuni per una reale ristrutturazione della situazione? Infine, ritenete che i Comuni, soprattutto quelli di grandi dimensioni, avendo chiesto senz'altro l'assistenza di *advisor*, si siano rivolti a consulenti indipendenti o abbiano seguito altre modalità? Certamente i Comuni più piccoli hanno trattato la questione in termini artigianali, fidandosi degli interlocutori e senza avvalersi di *advisor*, perché difficilmente avrebbero potuto permetterselo.

LANNUTTI (*IdV*). Avete detto di aver smontato gli investimenti Parmalat per un valore di 8 miliardi.

BENINI. Per un valore nozionale. Si gonfiano facilmente i valori nozionali.

LANNUTTI (*IdV*). Ne siamo al corrente. Poiché anche in questo caso i dati oscillano e, come voi dite, occorre perimetrare il fenomeno, vorrei chiedervi quanti sono questi strumenti derivati, anche perché la Corte dei conti sostiene una cosa, l'ANCI ne sostiene un'altra e l'ABI ha un interesse diretto a gettare acqua sul fuoco.

BENINI. Cercherò di rispondere brevemente, poiché le domande sono strettamente interconnesse. Quanto alla perimetrazione soggettiva ed oggettiva del fenomeno, esistono strumenti che evidenziano alcuni errori di fondo commessi da chi ci ha preceduto e che evidentemente non sono stati fatti per volontà. Ad esempio, nella tabella n. 15 dell'audizione della Corte dei conti, sezioni riunite, vengono indicate le perdite degli enti locali pari a circa 69 milioni e 400.000 euro, cui sono seguite nuove polemiche per la relativa esiguità. Occorre però saper leggere il dato. Quei 69 milioni e 400.000 euro sono semplicemente flussi di regolazioni periodiche degli strumenti finanziari derivati relativi ad un anno ben preciso. Non sono né il *mark to market* né contengono le valutazioni dei *sinking fund*, degli *admortising swaps* e dei *credit default swaps*, in cui si annidano i veri problemi. Il problema è lì. Mi chiedo se un ente locale può vendere un derivato di credito. Qualcuno dovrebbe rispondere. L'abbiamo chiesto in tutti i convegni. Sono sei anni che facciamo convegni e la stessa Corte dei conti ritiene si tratti di una follia. Abbiamo ripetutamente proposto un divieto di vendita di CDS, a meno che non siano collegati al *sinking fund* sintetico di cui ha parlato il collega Carradori.

Abbiamo poi le stime sugli enti locali effettuate dalla Banca d'Italia. Vi invito a leggere il bollettino statistico della Banca d'Italia, pubblicato periodicamente e disponibile sul sito Internet della stessa Banca. Quest'ultimo cita i dati di esposizione in centrale rischi, divisi per classi di affidamento, che permettono di conoscere anche le dimensioni dei Comuni e l'esposizione finanziaria. L'aspetto interessante, visto che abbiamo analizzato tutti quelli pubblicati, è vedere come al variare dei tassi di mercato

(che sono saliti e scesi ripetutamente) l'esposizione *mark to market* sia rimasta sostanzialmente invariata. Ciò significa che non è corretto dire che oggi il problema derivati è risolto semplicemente perché i tassi sono scesi. Non c'entra assolutamente niente. È errato. Oltre tutto, quando un ente afferma che ha chiuso positivamente un derivato «perché i tassi sono scesi», c'è da preoccuparsi. Se i tassi scendono, il derivato di copertura deve peggiorare il suo «*fair value*». Il Comune che sostiene di aver chiuso bene perché i tassi sono scesi era chiaramente in posizione speculativa sul mercato. Credo lo capisca chiunque. Infatti, quando cala il peso dell'indebitamento, se il derivato fosse di copertura dovrebbe peggiorare perché controbilancia la migliorata esposizione debitoria del Comune. Come è possibile che la posizione *mark to market* di alcuni enti locali sia migliorata passando dai tassi euribor a 5,40 del luglio di quest'anno a 1,47 di stamani? Evidentemente si tratta di una posizione speculativa. Significa che quegli strumenti finanziari sono stati utilizzati per ristrutturare il debito o per altre ulteriori finalità, non certo per coprire il rischio «*cash flow*». Lo strumento derivato permette di fare arbitraggi di tutti i tipi e perseguire finalità, ad esempio di cassa, lontane dall'obiettivo e dall'adeguato utilizzo.

È possibile conoscere l'esposizione complessiva sommando i dati del bollettino statistico di Banca d'Italia, riferito agli intermediari italiani, che è un dato pubblico perché censito dalla centrale dei rischi. Il problema è censire l'esposizione con le banche intermediarie estere. La Corte dei conti potrebbe semplicemente preparare un questionario e inviarlo a tutti gli enti locali. Se fatto bene, detto questionario sarebbe in grado di fornire l'esposizione *mark to market*, ma soprattutto il rischio prospettico, che è l'elemento che interessa principalmente agli Enti. Infatti, il *mark to market* è una fotografia passata, è un po' come guidare con lo specchietto retrovisore; mentre è importante capire qual è il mio rischio nei prossimi anni, non l'esposizione «fotografata» oggi che dopo cinque minuti è già cambiata. Non so se ho reso l'idea. Il grafico di cui alla nostra documentazione permette di far capire dove l'ente locale sta andando in termini di rischio prospettico.

Esiste la soluzione per poter dare una risposta certa, se venisse preparato un questionario, *standard*, che permetterebbe di sapere, nell'arco di pochi mesi, qual è la posizione reale, quindi l'esposizione *mark to market* e l'effettivo rischio di tutti gli enti locali, avendo oggi tecnologie e strumenti finanziari che ci consentono di farlo. Noi lo abbiamo già fatto per le imprese alle quali sapevamo esattamente quali domande fare e come porle.

BARBOLINI (PD). Lo avete fatto per le imprese?

BENINI. Per il mondo delle imprese lo abbiamo fatto.

BARBOLINI (PD). E avete avuto una risposta?

BENINI. Con la nostra collaborazione, una API industria ha transato 60 imprese su 80 già nel 2004. Siamo comunque a disposizione per qualsiasi chiarimento e nella memoria che abbiamo depositato agli atti della Commissione ci sono tutte le risposte.

PRESIDENTE. Saluto e ringrazio i rappresentanti dell'associazione ASSOFINANCE per le informazioni fornite.

Audizione di rappresentanti dell'AIAF (Associazione Italiana degli Analisti Finanziari)

PRESIDENTE. L'ordine del giorno prevede ora l'audizione di rappresentanti dell'AIAF. Sono presenti il dottor Gregorio De Felice, presidente dell'AIAF, l'ingegner Alfonso Scarano e il dottor Franco Biscaretti di Ruffia, ai quali do il benvenuto della Commissione.

Cedo la parola al dottor De Felice.

DE FELICE. Innanzitutto, desidero ringraziare il Presidente, professor Baldassarri, e i componenti della Commissione finanze e tesoro per l'opportunità concessa alla nostra associazione. Abbiamo consegnato alla Commissione un testo scritto e pertanto, dato il limitato tempo a disposizione, mi soffermerò soltanto sui punti essenziali.

Da tempo l'AIAF sta lavorando su questo tema con un gruppo di lavoro coordinato dal qui presente ingegner Scarano; abbiamo prodotto alcune note di *best practice* sulle quali, essendo allegate al documento, non mi soffermerò.

Presidenza del Presidente BALDASSARRI

(Segue DE FELICE). Passando direttamente ai punti essenziali della relazione, esprimo, innanzitutto, l'auspicio che il blocco all'utilizzo della finanza derivata per gli enti territoriali venga rimosso nei tempi più rapidi possibili. Riteniamo, infatti, che l'attuale basso livello dei tassi di interesse, destinato a durare non sappiamo ancora per quanto tempo, rappresenti un'occasione per operazioni di ristrutturazione finanziaria. L'AIAF ritiene che la decisione cautelativa di bloccare l'operatività in derivati, se da una parte impedisce l'utilizzo scorretto di tali strumenti, nel tempo priva gli enti territoriali di una tecnologia finanziaria in grado di migliorare, almeno in via di principio, la gestione delle tesorerie. Sul blocco dell'operatività, signor Presidente, credo occorra un chiarimento di natura politica. In altri termini, occorre esplicitare la ragione del blocco.

L'AIAF ritiene che un blocco sia giustificato solo in presenza di una situazione che possa essere di pregiudizio per la finanza locale, oppure in

cui non sia temporaneamente possibile esprimere una valutazione tecnico-quantitativa sulla dimensione del fenomeno. Secondo noi, gli strumenti di finanza derivata non devono essere demonizzati, né in assoluto, né in riferimento al loro utilizzo da parte delle amministrazioni pubbliche. In alcuni casi la finanza derivata è stata utilizzata bene permettendo di contenere gli oneri finanziari del debito e, quindi, gli oneri dei contribuenti. In altri casi, come la stessa Corte dei conti ha opportunamente sottolineato in questa sede nel corso della sua audizione, l'utilizzo dei derivati ha consentito il finanziamento degli enti locali in presenza di ciò che possiamo definire un federalismo incompleto, come descritto nella nostra relazione.

La nostra posizione è rivolta a migliorare le condizioni di trasparenza e di adeguatezza nell'utilizzo dei derivati da parte delle amministrazioni pubbliche e ci sembra che il problema dell'informativa sia cruciale. Ad oggi, dopo tutte le polemiche e le discussioni cui abbiamo assistito, non esiste ancora – almeno per quanto di nostra conoscenza – un *database* che permetta di conoscere l'esposizione complessiva al rischio di tasso, di cambio e di credito degli enti territoriali italiani.

È quindi auspicabile che venga fatta al più presto chiarezza sui dettagli relativi ai contratti sottoscritti dagli enti territoriali, in particolare per quanto riguarda i *term sheet*, ossia le condizioni dei vari contratti. Non è sufficiente sapere quanti ce ne sono, come ha già detto l'onorevole Vegas in questa sede, ma avere il dettaglio di ogni singolo contratto.

Suggeriamo quindi che si avvii una puntuale opera di censimento del portafoglio dei derivati in capo agli enti territoriali e, dopo il censimento, che ci sia un costante e immediato aggiornamento del *database* con il sistema informatico a ciò dedicato. Sarebbe così possibile tranquillizzare la pubblica opinione e rendere noti i dati complessivi sull'ammontare in essere e sul *mark to market* con un sufficiente dettaglio analitico che consenta, ad esempio, di ripartire tra posizioni che ad una certa data hanno un *mark to market* positivo rispetto a quelle che abbiano invece un *mark to market* negativo e quindi esplicitare la sensitività a specifici rischi di tasso.

Questa è la prima proposta: un censimento di dettaglio.

In secondo luogo, riteniamo urgente la creazione di una struttura tecnico-valutativa, di una vera e propria *task force* che sia in grado di caricare su un idoneo sistema informatico tutti i dati dei contratti che saranno resi disponibili per poterli analizzare singolarmente ed effettuare simulazioni di scenario. L'obiettivo è poter verificare quanto il portafoglio derivati in capo agli enti territoriali possa risultare sensibile alle fluttuazioni dei mercati. Si tratta di effettuare simulazioni statistiche su scenari possibili. La nostra associazione si rende disponibile a partecipare alla costituzione di questa *task force* tecnico-quantitativa.

L'AIAF ritiene che il censimento appena descritto, la costituzione della relativa banca dati, la creazione della *task force* e l'atteso regolamento da parte del MEF assumano carattere di particolare urgenza, dato che il blocco dell'operatività in derivati può privare gli enti territoriali delle opportunità attualmente offerte dal livello straordinariamente basso

dei tassi di interesse. Nel frattempo, è importante che gli enti locali – ove occorra – avviino per proprio conto un'attività di *due diligence* sul portafoglio di strumenti derivati. L'incarico di consulenza per svolgere questa *due diligence* dovrebbe essere affidato in maniera trasparente, attraverso la selezione di una pluralità di candidati (banche, oppure consulenti indipendenti). La condizione minima che noi intravediamo è la separazione funzionale tra i ruoli di *arranger* e di *advisor* per quanto riguarda la consulenza oggettiva e non strumentale.

La presenza di un consulente affidabile, competente e credibile può consentire al legislatore di lasciare agli enti locali la possibilità di effettuare operazioni congruenti ad una funzione di copertura del rischio e ad una convenienza che non sempre è schematizzabile senza valutare approfonditamente le singole posizioni.

Per tutte queste ragioni, riteniamo possa essere utile per gli enti territoriali avvalersi di presidi tecnici gestiti da organi centrali, in grado di assisterli nella stipula e nella gestione delle operazioni in derivati. Convogliando l'operatività su un'unica unità centrale, si raggiungerebbe la massa critica in grado di giustificare un certo tipo di investimenti, si conferirebbe, inoltre, il rischio controparte ad un'unica unità in grado di gestirlo secondo *standard* di mercato adeguati per il contenimento di tale esposizione.

Oltre a prevedere un ruolo di controllo e consulenza da parte del dipartimento del Tesoro, l'AIAF ritiene necessario scindere, come già detto, il ruolo dell'*arranger* (ovvero dell'intermediario che propone il contratto di ristrutturazione del debito) da quello dell'*advisor* (che consiglia l'ente territoriale nelle operazioni di ristrutturazione del debito).

Il gruppo di studio AIAF dedicato agli enti territoriali ha avviato un progetto per la creazione di una piattaforma di valutazione dei derivati finanziari in una logica *open source* in merito alla quale, se vorrete, entreremo più in dettaglio. Tale piattaforma sarebbe molto utile per la citata *task force* con l'obiettivo di caricare su un apposito sistema informatico i dati di tutti gli enti, anche al fine di sviluppare simulazioni di sensitività all'andamento dei tassi e delle analisi quantitative dell'insieme della massa dei derivati finanziari e degli enti.

PRESIDENTE. La ringrazio per la sintesi della sua esposizione, oltre che per il puntuale testo scritto che ha depositato agli atti.

LEDDI (PD). Trovo molto interessante la vostra proposta in relazione alla costituzione di una piattaforma che potrebbe diventare una sorta di banca dati aperta per mezzo della quale conoscere i dati oggettivi. Le confesso che durante questo ciclo di audizioni parecchi commissari hanno provato a capire come si possa circoscrivere il problema, perché ci sembra che il dimensionamento del fenomeno sia il primo presupposto per riuscire a capire di cosa stiamo parlando e la dimensione del problema con cui facciamo i conti. Devo dire che le risposte che ci sono state date hanno fatto seguito alle informazioni contenute nel bollettino economico della

Banca d'Italia e ad altre ipotesi di questa natura che già prospettano delle ipotesi di soluzione. Tuttavia, se dovessi sinceramente dire di aver capito qual è a questo punto la dimensione del problema attraverso l'analisi di chi da diversi osservatori la sta studiando (mi riferisco ad osservatori indipendenti o di parte), faticherei a farlo. Mi chiedo pertanto se potete darmi una risposta che soddisfi un'esigenza di fondo che forse doveva essere a monte del nostro dibattito.

COSTA (*PdL*). Vorrei sapere se dal loro angolo visuale stanno seguendo il dibattito circa la necessità di una norma, sulla scorta delle disposizioni emanate negli Stati Uniti e nel Regno Unito, che consenta alle aziende che hanno in portafoglio contratti *mark to market* di prescindere dalla valutazione dell'ultimo e magari unico contratto, considerato che questi *asset* non hanno valore corrente. Infatti, se da un lato le società italiane hanno potuto beneficiare della possibilità di derogare ai principi contabili ai fini dell'appostazione di bilancio perché altrimenti molte aziende sarebbero dovute andare in liquidazione, non c'è un principio contabile per lo strumento del *mark to market*, quindi la società di revisione o il collegio di revisione considerano che il valore di quell'*asset* sia quello emerso nell'unica negoziazione che si è verificata, anche se non è quello effettivo. Il nostro Ministro ha dichiarato l'utilità di una norma di questo genere, ma si sta perdendo tempo ed infatti gli organismi che elaborano i principi contabili non hanno fatto nulla al riguardo. Auspicherei quindi che si studiasse un principio contabile e che limitatamente al bilancio di quest'anno (posto che per il 2008 non ce la facciamo) si stabilisse la possibilità di derogare. Forse l'occasione potrebbe essere favorevole e, indipendentemente dall'audizione odierna, potremmo essere utili alla bisogna, anche perché a mezzo stampa il Ministro ha definito utile una norma del genere. A tale riguardo, vorrei conoscere la sensazione che hanno avuto i nostri ospiti, se hanno percepito la serietà di questo fenomeno e se ritengono che le aziende possano prescindere dai principi contabili per gli *asset* diversi dai contratti in derivati che non sono considerati dai principi stessi.

DE FELICE. Vorremmo capire anche noi la dimensione del problema e per questo abbiamo proposto un censimento che non dovrebbe essere di difficile realizzazione, dal momento che il Ministero dell'economia e delle finanze, che ha censito il numero delle operazioni, ha tutti i contratti in mano. Siamo disponibili a collaborare presso il Dipartimento del tesoro avendo le competenze tecniche per farlo. Tuttavia non è sufficiente avere il numero di contratti e sapere quanti sono attribuibili a Comuni, Province e Regioni, ma bisogna essere a conoscenza delle condizioni esatte di ognuno dei contratti, che spesso sono molto complicati, non standardizzati, redatti in lingua inglese e particolarmente sofisticati. La piattaforma che vorremmo mettere in piedi è finalizzata a questo tipo di analisi, ma in assenza dei termini delle condizioni evidentemente diventa un calcolo impossibile. Sinceramente, non sappiamo se il Ministero dell'economia abbia tutti i singoli contratti da parte degli enti territoriali.

Senatore Costa, credo che il tema sia diverso dalla determinazione del valore dei titoli tossici (che in questo momento non hanno mercato) detenuti dalle banche statunitensi. In questo caso, stiamo parlando di operazioni di finanza derivata con delle controparti, quindi la difficoltà non è tanto nel trovare un mercato dove ci sia una quotazione per questi titoli, ma è il calcolare, come ha detto lei, il famoso *mark to market*, ossia qual è in un determinato momento il loro valore, tenendo conto dei flussi attesi e futuri che le controparti dovranno pagare. Mi sembra quindi un problema diverso da quello delle banche americane e inglesi.

SCARANO. Desidero lanciare il messaggio che in assenza di un'analisi quantitativa puntuale e completa non si possono fare affermazioni. Il problema storico ed epocale è che a seguito di forti cambiamenti dei tassi la situazione potrebbe diventare pericolosa in quanto non abbiamo certezza che i tassi possano rimanere a un livello così eccessivamente basso. Nel merito, a mio avviso occorre conoscere realmente l'attuale situazione perché l'assenza di trasparenza nei dati non può che rimandare ogni possibile soluzione: i congelamenti non sono una soluzione, possono esserlo in via assolutamente momentanea. Se sono in corso delle perdite, queste latentemente minano le strutture di un'azienda o di un ente territoriale.

Il messaggio che vorrei lanciare è di prestare particolare attenzione alla tempistica non della politica ma dei mercati, perché in questo momento storico i dati ci dicono che bisognerebbe concentrarsi particolarmente in una messa in sicurezza degli enti.

LANNUTTI (*IdV*). Signor Presidente, mi permetto di fare una domanda e di non essere d'accordo con l'ultima considerazione fatta, perché l'attenzione prestata alla tempistica dei mercati ha già procurato danni enormi con riverberi sull'economia reale. Pertanto, la politica che ha delegato troppo si deve riappropriare di alcuni ruoli e regolamentare mercati selvaggi che, come abbiamo visto, hanno prodotto danni ingentissimi alle imprese e agli enti locali, facendo indebitare le future generazioni.

Il Gruppo dell'Italia dei Valori, prima di valutare la possibilità di sbloccare la situazione, vuole vederci chiaro perché non mi fido dei cosiddetti economisti che hanno fatto danni e degli ingegneri strutturatori che hanno solo badato al profitto. Anche se sono un tecnico prestato alla politica, mi fido di più della politica che della finanza.

PRESIDENTE. Senatore Lannutti, evidentemente non si riferiva agli economisti, ma agli esperti di finanza.

Purtroppo, dobbiamo avviarci a concludere la seduta perché è convocata l'Assemblea.

DE FELICE. Signor Presidente, forse c'è stato un fraintendimento. Il collega Scarano intendeva dire che i tassi sono particolarmente bassi e potrebbero non restare così bassi per tanto tempo.

PRESIDENTE. Si potrebbe approfittare per chiudere le operazioni. Questa possibilità era già emersa in Commissione in altre opinioni espresse anche dal Presidente.

DE FELICE. Chiudere le operazioni può essere un vantaggio immediato ma poi c'è l'esposizione al futuro; tuttavia, se i tassi dovessero risalire al momento si potrebbe perdere un'occasione. Il collega Scarano intendeva suggerire di non perdere l'opportunità di avere tassi particolarmente bassi.

LEDDI (PD). Siete a conoscenza di situazioni finanziarie positive? È capitato, nell'universo relativo alla sottoscrizione di derivati, che alcune amministrazioni abbiano registrato un segno positivo anziché negativo?

PRESIDENTE. È stato già riferito di un caso, nel Comune di Anzio, in cui per l'ente locale è emersa una convenienza. Sono stati riferiti anche altri casi da membri della Commissione.

Ringrazio i rappresentanti dell'AIAF per la completezza delle informazioni fornite.

Dichiaro concluse le audizioni odierne.

Rinvio il seguito dell'indagine conoscitiva ad altra seduta.

I lavori terminano alle ore 16,20.

