



Giunte e Commissioni

RESOCONTO STENOGRAFICO

n. 15

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 NELLE PUBBLICHE
AMMINISTRAZIONI

123^a seduta (antimeridiana): martedì 1° dicembre 2009

Presidenza del presidente BALDASSARRI

I N D I C E**Audizione di rappresentanti di UBS**

PRESIDENTE	Pag. 3, 4, 8 e <i>passim</i>	* HEATHCOTE	Pag. 6, 11, 13
LANNUTTI (<i>IdV</i>)	8	* SOANES	5, 7, 10 e <i>passim</i>
		VISCO	4, 10

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-Alleanza per l'Italia: *Misto-ApI*; Misto-MPA-Movimento per le Autonomie-Alleati per il Sud: *Misto-MPA-AS*.

Intervengono, ai sensi dell'articolo 48 del Regolamento, per l'UBS, il dottor David Soanes, Managing Director Deputy Head of Global Capital Markets, il dottor Robert Heathcote, Managing Director, Risk Initiatives, FICC Management, l'avvocato Claudio Visco, dello Studio legale Macchi di Cellere Gangemi, il dottor David Capps, Managing Director and Solicitor, Legal & Compliance, Head of Litigation & Legal Risk, Emea, nonché l'avvocato Salvatore Orlando, dello studio legale Macchi di Cellere Cangemi.

I lavori hanno inizio alle ore 12,45.

PROCEDURE INFORMATIVE

Audizione di rappresentanti di UBS

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 26 novembre 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.

È oggi in programma l'«audizione di rappresentanti di UBS. Sono presenti il dottor David Soanes, *Managing Director Deputy Head of Global Capital Markets*, il dottor Robert Heathcote, *Managing Director, Risk Initiatives, FICC Management*, l'avvocato Claudio Visco, dello Studio legale Macchi di Cellere Gangemi, il dottor David Capps, *Managing Director and Solicitor, Legal & Compliance, Head of Litigation & Legal Risk*, Emea, nonché l'avvocato Salvatore Orlando, dello studio legale Macchi di Cellere Cangemi.

Ringrazio i nostri ospiti per aver accettato il nostro invito a partecipare all'audizione odierna, che ha lo scopo, come le audizioni che l'hanno preceduta, di consentirci di acquisire elementi di maggior chiarezza su quanto avvenuto in questo comparto di mercato, per quanto riguarda le pubbliche amministrazioni italiane, e di avere un'idea di ciò che ci attende in futuro al fine di formulare suggerimenti utili su come procedere d'ora in avanti.

Come sempre, queste audizioni prevedono una presentazione da parte degli auditi; seguiranno eventuali approfondimenti e domande poste dai Commissari della Commissione finanze.

Do senz'altro la parola all'avvocato Visco.

VISCO. Signor Presidente, desidero innanzitutto ringraziare lei e i membri della Commissione per l'opportunità offerta alla UBS di partecipare all'audizione odierna. Il Presidente ha fatto molto meglio di me le presentazioni dei componenti della delegazione di UBS, che quindi non ripeterò. Come avrete notato, si tratta di rappresentanti di UBS Limited, in quanto l'attività in derivati nei confronti delle pubbliche amministrazioni è stata svolta direttamente dalla sede di Londra di UBS.

Nel documento che abbiamo depositato agli atti della Commissione abbiamo ritenuto di non doverci soffermare sugli aspetti di natura più squisitamente regolamentare, avendo rilevato che molti dei soggetti intervenuti prima di noi hanno presentato documenti esaustivi sull'inquadramento del fenomeno in termini soprattutto di quadro normativo di riferimento. Pertanto, nel documento presentato abbiamo preferito concentrarci realmente su alcuni aspetti che riteniamo possano risultare di interesse di questa Commissione. In particolare, abbiamo apprezzato molto il documento presentato dalla ABI, dal dottor Santececca, perché riteniamo contenga un inquadramento molto corretto e fedele del fenomeno dei derivati delle pubbliche amministrazioni e soprattutto abbia chiarito molto bene il ruolo degli intermediari finanziari in questa dinamica.

Un'ultima doverosa precisazione è che, come lei e molti membri della Commissione ben sanno, UBS, insieme ad altre istituzioni finanziarie internazionali, è al momento coinvolta in una indagine penale presso il tribunale di Milano e in un procedimento civile pendente sempre di fronte a quel tribunale, che riguarda operazioni specifiche. È logico che rispetto a questa materia sarà molto difficile per i rappresentanti di UBS fornire risposte precise, anzi rivolgerei a voi la preghiera di voler evitare le domande inerenti a questioni attualmente oggetto di detti procedimenti.

Laddove si dovessero richiedere informazioni di natura più squisitamente tecnica ci riserviamo, come abbiamo visto è stato fatto anche da altri intervenuti, di fornire poi risposte scritte maggiormente esaurienti.

PRESIDENTE. Ho forse dimenticato di chiarire meglio lo scopo di una indagine parlamentare e l'obiettivo che persegue la Commissione.

Sulla base dei dati disponibili, anche di quanto risultava alla Banca d'Italia, abbiamo valutato che circa il 60 per cento di questo tipo di operazioni con le pubbliche amministrazioni risulta essere svolto da banche non italiane e il 40 per cento da banche italiane. Sulla base di questa informazione, non potendo effettuare audizioni di 40 banche, ci siamo limitati a prevedere quelle degli istituti che hanno svolto un ruolo maggiore, che coprono circa il 70-80 per cento del totale delle operazioni, nel caso sia delle banche italiane che delle banche non italiane, come UBS o Merrill Lynch, audita nella settimana scorsa.

Ovviamente, come ho ricordato in altre sedute, le indagini della magistratura sono tutt'altra cosa e non ci riguardano, essendo questa un'indagine conoscitiva parlamentare. Tuttavia, ci sarebbe molto utile (e quindi ve ne faccio subito richiesta) ottenere da voi nei prossimi giorni un quadro sintetico sul numero di operazioni di questo tipo effettuate da UBS sul mercato italiano, sulla tipologia di appartenenza e sui soggetti con cui sono state concluse, in modo da poter disporre di una quantificazione complessiva dell'intero comparto.

Cedo senz'altro la parola al dottor Soanes, affinché possa svolgere la relazione introduttiva.

SOANES. Signor Presidente, ringrazio lei e i membri della Commissione per averci invitato a comparire in questa sede. Siamo ben lieti di avere l'opportunità di contribuire ad una così importante discussione.

Da molti anni UBS ha concluso una serie di operazioni in derivati con Enti locali italiani per la gestione del debito e per finalità di copertura. Queste variano da *swap plain vanilla* su tasso fisso o variabile e *collars* sui tassi di interesse, sino ad operazioni più strutturate come ad esempio quelle relative ai *sinking funds* o agli *amortising swaps*. Le nostre controparti sono sempre state Regioni o grandi Comuni.

Attualmente, abbiamo in corso queste operazioni con undici Enti, suddivise su cinque città e sei Regioni.

Siamo pienamente favorevoli allo scopo fondamentale alla base della proposta di regolamento, che è di introdurre maggiore chiarezza sui tipi di strumenti derivati che gli Enti locali possono concludere e di prevedere maggiori informazioni, in modo da consentire agli Enti locali di misurare e gestire meglio il rischio.

Le misure proposte, in linea di principio, dovrebbero assicurare maggiore trasparenza e certezza legale ai contratti derivati, il che, di conseguenza, dovrebbe generare una maggiore tranquillità nel concludere queste operazioni, sia da parte degli Enti locali che delle loro controparti bancarie.

Prima di entrare nel dettaglio di alcuni aspetti della bozza di regolamento, vorremmo svolgere alcune considerazioni di carattere più generale.

Innanzitutto, è importante che il dibattito in corso non perda di vista i benefici effettivi che i derivati possono offrire se usati responsabilmente nella gestione del debito degli Enti pubblici, con riguardo, in particolare, alla flessibilità che consentono nella gestione dei profili di indebitamento e alla possibilità di coprire efficacemente le esposizioni a tassi di interesse e a valute estere.

Vorremmo anche svolgere alcuni commenti generali sul *pricing* e sulla «valutazione» dei derivati, nonché sull'impatto delle variazioni nei tassi di mercato di volta in volta correnti. Queste considerazioni, naturalmente, valgono anche per le emissioni di titoli di debito. Nell'emettere nuovo debito a tasso fisso o variabile, un emittente deve necessariamente avere una previsione dei tassi di interesse futuri. Ad esempio, un emittente può decidere di emettere titoli a tasso fisso, in quanto ritiene che i tassi di

interesse possano aumentare in futuro e desidera pertanto garantirsi un basso costo di indebitamento; al contrario, se ritiene che i tassi di interesse siano suscettibili di diminuzione, sceglierà di emettere titoli a tasso variabile. Se sul mercato vi fosse un'insufficiente richiesta di titoli a tasso variabile, l'emittente potrebbe emettere titoli a tasso fisso, per incontrare le richieste degli investitori, e soddisfare la propria preferenza per un tasso variabile, concludendo uno *swap* su tassi di interesse da fisso a variabile.

Passo ora la parola al collega Heathcote, che parlerà delle valutazioni dei derivati.

HEATHCOTE. Il cosiddetto *fair value* di simili *swap* al giorno uno (prima della deduzione dei costi, cioè dello *spread* offerto dalla banca controparte, che tiene conto, tra l'altro, dei costi di *hedging*, vale a dire di assunzione del rischio, della stessa banca e di un margine di profitto) è per definizione zero, poiché un *pricing* neutrale dal punto di vista del rischio richiede che il valore attuale dei futuri pagamenti a tasso fisso sia uguale al valore attuale degli importi a tasso variabile futuri attesi dariceversi, scontati al relativo tasso di mercato corrente.

Una volta posta in essere questa operazione, il *mark to market* o *fair value* dello *swap* varierà durante la vita dell'operazione stessa, in funzione di cambiamenti nei componenti sottostanti, ivi compresi, ma non solo, i tassi d'interesse, la volatilità, il costo di reperimento della provvista, gli aggiustamenti sulla valutazione del debito e del credito e così via.

Sebbene successive modificazioni, ad esempio, dei tassi di interesse o di cambio possano generare un *mark to market* negativo dello *swap*, ciò non equivale ad un effettivo indebitamento o perdita. È importante ricordare anche che qualsiasi guadagno o perdita sulla copertura data dallo *swap* in termini di *mark to market* è in gran parte compensato da uguale e opposto guadagno o perdita sul *fair value* del debito sottostante (cioè quanto costerebbe all'emittente riacquistare questo debito).

In ogni caso, siamo d'accordo sul fatto che la preferenza da parte degli Enti locali dovrebbe essere accordata a quelle strutture di derivati (come ad esempio i *collars*, che sono una combinazione dell'acquisto del *cap* con la vendita del *floor*) che proteggono l'emittente da variazioni inattese dei futuri tassi di interesse, anche se queste strutture possono avere un costo più elevato per l'emittente alla loro data di inizio. Inoltre, il *pricing* della maggior parte dei derivati *plain vanilla* è estremamente trasparente. In effetti, ci sono ampie informazioni al riguardo, per esempio, sulle schermate dei *broker*. Pertanto, questo tipo di derivati è altamente competitivo.

Condividiamo anche l'approccio proposto dal Ministero dell'economia e delle finanze e dalla Consob che prende atto del fatto che la valutazione dei derivati debba andare oltre una semplice analisi di *mark to market*. Tuttavia, per quanto riguarda i derivati conclusi per finalità di copertura, al contrario di quanto avviene per quelli aventi finalità speculative, si ritiene che una pura analisi «di probabilità» potrebbe essere meglio sostituita da un'analisi «di scenario», che illustri l'impatto che una serie di

potenziali cambiamenti nei tassi applicabili potrebbe avere nei flussi di cassa futuri ai sensi del contratto, in modo da aiutare meglio i clienti a misurare e gestire il loro profilo di rischio.

Inoltre, crediamo sia importante che le nuove misure proposte garantiscano un pari livello di competizione tra banche italiane e banche internazionali, per assicurare un'adeguata concorrenza sul *pricing* e sull'offerta di prodotti, così da consentire agli Enti locali di gestire al meglio il loro debito e i relativi costi.

Il coinvolgimento continuo delle banche internazionali apporta vantaggi in termini di esperienza, ventaglio di operazioni disponibili, innovazione ed altri aspetti ancora che vanno ad aggiungersi a quelli portati dalle banche italiane; apporta altresì maggiore concorrenza e quindi *pricing* più competitivi e maggiore trasparenza sul mercato.

SOANES. Sulla base della nostra esperienza di gestione con Enti pubblici in altri Paesi dell'Unione europea, ci siamo formati il convincimento che l'Italia ha costituito – probabilmente – il quadro normativo più evoluto in materia di regolamentazione del tipo di operazioni che gli Enti pubblici possono concludere e delle informazioni che devono essere fornite. Questo quadro normativo si è dimostrato, tuttavia, molto complesso. In aggiunta, occorre sottolineare che c'è una mancanza di coordinamento tra il decreto legislativo n. 58 del 1998 e le deliberazioni Consob, da un lato, e la normativa che riguarda gli Enti locali, dall'altro.

In generale, riteniamo preferibile, laddove possibile, che siano sviluppati *standard* coerenti a livello internazionale per regolare materie di questo tipo (come ha sinora fatto l'Italia, ad esempio, attraverso l'adozione di protocolli ISDA, di principi contabili internazionali e così via). Al contempo, riteniamo vi siano dei rischi nel caso in cui un Paese stabilisca approcci molto diversi rispetto ad altri Stati membri dell'Unione europea, poiché questo può rendere più difficile per gli Enti locali italiani, in futuro, l'accesso ai mercati internazionali dei capitali. Ad esempio, riteniamo che le restrizioni alle emissioni di titoli di debito rimborsabili alla scadenza in un'unica soluzione siano suscettibili di generare tali rischi potenziali.

In questo quadro, riteniamo che la direttiva *Markets in financial instruments directive* (Mifid) già preveda uno schema ben compreso ed efficace a livello dell'Unione europea per la tutela dell'investitore, che include regole e requisiti in tema di adeguatezza dei prodotti e dei clienti, nonché di obblighi di informazione sui rischi. La Mifid prende altresì atto che gli investitori hanno diversi livelli di conoscenza, competenza ed esperienza e che i requisiti regolamentari debbano riflettere tale realtà. Le regole sulla classificazione dei clienti di questa direttiva stabiliscono un chiaro quadro per differenziare tra piccoli clienti meno sofisticati e grandi clienti più esperti e consapevoli, in quanto questi ultimi hanno una capacità diversa di fare le proprie scelte di investimento e di valutare il relativo rischio. La Mifid riconosce che talune tipologie prestabilite di clientela presentano tali caratteristiche e le classifica automaticamente

come clienti professionali, ivi compresi – fatto importante da ricordare – gli Enti pubblici che gestiscono il debito pubblico.

Sappiamo che le Regioni italiane sono classificate come investitori professionali e che il tema della classificazione degli altri Enti locali, come richiesto dalla Mifid, è ancora oggetto di considerazione. Se in principio non abbiamo alcuna difficoltà a fornire descrizioni chiare di prodotti e operazioni e ad assicurare trasparenza, non riteniamo sia appropriato trattare tutti gli Enti locali diversi dalle Regioni come investitori *retail*. Molti grandi Enti locali possiedono infatti significative e sofisticate funzioni di finanza, che possono giustificatamente essere caratterizzate e classificate come controparti intermedie o professionali.

È tuttavia fondamentale che la classificazione dello *status* di un cliente sia chiarita e concordata sin dall'inizio, in modo che entrambe le parti siano consapevoli delle rispettive obbligazioni e delle regole ad esse applicabili in termini di requisiti di adeguatezza e così via.

Nel caso specifico di UBS, in passato abbiamo concluso operazioni strutturate solo con quelle grandi città italiane che abbiamo ritenuto avessero esperienza e competenze sufficienti in materia di prodotti derivati.

Qualsiasi misura sia proposta che, di fatto, richieda alle banche di trattare tutti gli Enti locali italiani come clienti *retail* limiterebbe in maniera indebita, da un lato, la capacità dei Comuni più grandi e sofisticati di gestire il proprio debito nel modo più efficiente e, dall'altro, la capacità delle banche internazionali di competere su un piano di parità con le banche italiane.

PRESIDENTE. Sarebbe particolarmente utile per i lavori della nostra Commissione poter disporre di un quadro delle operazioni svolte, con l'indicazione delle condizioni applicate e delle tipologie scelte.

LANNUTTI (*IdV*). Signor Presidente, ringrazio i rappresentanti di UBS per avere accolto il nostro invito.

Se non erro, UBS è «impegnata» anche a Dubai per un ennesimo *crack* derivante dalla bolla immobiliare e soprattutto dall'avidità dei banchieri.

Ciò detto, vorrei sottolineare che per poter «conoscere» bisogna «sapere» e, in particolare, bisogna sapere i dati. Vorrei sapere, pertanto, quanti sono gli Enti locali con i quali UBS ha avuto rapporti e ha stipulato contratti in derivati (non mi pare di avere letto tale informazione). Inoltre, vorrei sapere qual è il volume nozionale complessivo impegnato con gli strumenti derivati.

Naturalmente, come ricorda sempre il Presidente, questa non è un'aula di tribunale. Quindi, non faremo domande sulle questioni riguardanti Deutsche Bank, UBS, JP Morgan e Depfa Bank, che – da quanto risulta agli atti – sono state rinviate a giudizio dal pubblico ministero Alfredo Robledo per gravissime irregolarità finanziarie. Vorrei sapere, però, se oltre a quello con il Comune di Milano vi sono contenziosi in sede civile e in sede penale con altri Enti locali.

Certamente non ci si può aspettare che i banchieri demonizzino gli strumenti derivati (peraltro, non lo facciamo neanche noi); noto, però, che anche dopo la lezione dei *subprime* si sta tornando alla speculazione con tantissimi prodotti. Ieri su «Affari & finanza» è stato pubblicato l'articolo: «Derivati e *carry trade*: il mercato torna sulle montagne russe». Quindi, vorrei sapere se UBS, come grandissima banca, sarebbe d'accordo a regolamentare, a prevedere delle regole, introducendo il cosiddetto *legal standard*, finora solo teorizzato ma non ancora praticato.

PRESIDENTE. Vorrei soffermarmi su due punti specifici.

Innanzitutto, c'è un aspetto che è stato evidenziato da tutte le banche da noi audite e che anche voi sottolineate nel documento consegnato agli Uffici della Commissione, alla pagina 2, che il *fair value* degli *swap* al giorno uno (prima della deduzione dei costi, dello *spread* offerto dalla banca controparte che tiene conto, fra l'altro, dei costi di *hedging* della stessa banca e di un margine di profitto) «è per definizione zero». Quindi, è un'operazione «neutrale» di spostamento nel tempo, tanto che «il valore attuale dei futuri pagamenti a tasso fisso» è «uguale al valore attuale degli importi a tasso variabile futuri attesi», «scontati al relativo tasso di mercato corrente». C'è, però, un punto che non mi è chiaro. Sappiamo che l'operazione è strutturata così. Nella frase successiva, però, si afferma che, una volta posta in essere l'operazione, il *mark to market* varierà. Dopodiché anche le altre banche hanno aggiunto che occorre in qualche modo incentivare condizioni di concorrenza e competitività tra le banche anche in termini di tipologia dell'operazione offerta. Se l'operazione è a saldo zero, la maggiore o minore competitività della banca probabilmente si esprime nei costi di *hedging* e nei margini di profitto (l'operazione, dunque, resta sempre a costo zero, ma determina un maggiore margine di profitto): se è così, vorrei avere qualche indicazione su quanto incide tutto ciò in queste operazioni che, includendo i costi di *hedging* e i margini, al valore attuale risultano pari a zero. Alla fine, l'analisi di competitività e di concorrenza si risolve con la valutazione di tali operazioni. Una banca può costare di più ed un'altra, più «brava», può costare meno; una banca può pretendere un margine più alto rispetto ad un'altra che risulta più competitiva, magari perché effettua un numero maggiore di operazioni sulle quali quindi può spalmare i propri costi fissi. Vorremmo dunque avere una indicazione al riguardo.

La seconda questione è emersa anche in altre audizioni, oltre alla vostra. Certamente seguiamo con interesse il regolamento che il Ministero dell'economia e delle finanze sta approntando e gli interventi della Consob, ma come Senato e come Parlamento abbiamo un ruolo diverso: teoricamente e praticamente dovremmo dettare le linee guida per l'applicazione dei regolamenti, non essendovi totale autonomia decisionale da parte dell'organo tecnico. In quelle linee si tende a considerare le Regioni come clienti *professional* (con l'*expertise* e così via), mentre i Comuni sono considerati clienti *retail*. Non sono d'accordo con questa ripartizione, né concederei agli Enti locali italiani la possibilità di realizzare operazioni

in derivati (ma preciso che quest'ultima opinione è espressa a titolo personale e non in qualità di Presidente della 6^a Commissione permanente). Piuttosto ritengo che invece di distinguere per tipologia di soggetto (*professional* e *retail*), sarebbe meglio individuare un criterio che tenesse conto delle dimensioni del soggetto. È infatti evidente che un grande Comune può valere fino a due volte una piccola Regione e poiché l'elemento rilevante dal punto di vista economico-finanziario è il *budget* che sta alle spalle del soggetto, al di là della sua definizione giuridica, riterrei più opportuna semmai l'adozione di un criterio che faccia riferimento alla dimensione economica, indipendentemente dal fatto che si tratti di un Comune o di una Regione. Rispetto alla popolazione della città di Roma vi sono Regioni che ne hanno una complessiva pari ad un terzo (o alla metà di quella della città di Milano) ed altre che addirittura ne hanno solo un quinto o un decimo (basti pensare al Molise o alla Basilicata). Pertanto, il criterio che definisce *professional* le Regioni e *retail* i Comuni mi sembra francamente abbastanza arbitrario dal punto di vista della realtà economica.

Ringrazio anticipatamente i nostri ospiti per le risposte che potranno fornire anche subito e soprattutto per la documentazione che invieranno alla Commissione successivamente, che recherà la quantificazione della presenza dell'Unione delle banche svizzere in questo settore in Italia.

Cedo ora nuovamente la parola ai nostri gentili ospiti, che ringrazio ancora una volta per la disponibilità.

VISCO. Signor Presidente, vorrei rispondere al senatore Lannutti in merito alla sua notazione sul rinvio a giudizio delle banche e vorrei precisare che al momento non si è in presenza di un rinvio a giudizio, bensì di una richiesta di rinvio a giudizio presentata dal pubblico ministero. Ci sarà un'udienza preliminare, già fissata per il mese di gennaio, e solo all'esito di tale udienza sapremo se effettivamente le allegazioni del pubblico ministero porteranno ad un dibattimento. Si tratta solo di una doverosa precisazione.

Per quanto riguarda le domande più squisitamente tecniche lascio rispondere i rappresentanti di UBS laddove possiamo fornire già una risposta, mentre per gli altri punti ci riserveremo eventualmente di fornire in seguito delle note scritte.

SOANES. Signor Presidente, ieri avrei dato una risposta diversa da quella che darò oggi sul numero delle operazioni in corso, in quanto proprio ieri una di queste è giunta a scadenza, con successo; quindi il contratto di *swap* si è chiuso e le obbligazioni sono state rimborsate. Pertanto, oggi siamo impegnati in operazioni in derivati con undici Enti: sei sono entità regionali, cinque sono Comuni e il loro valore complessivo nozionale, calcolato al giorno uno, è di circa 4,5 miliardi di euro.

È stato chiesto quali sono i tipi di operazione compresi in questa cifra e se vi siano transazioni volte a coprire il rischio di indebitamento in dollari USA. Sul totale, circa un miliardo di dollari riguarda un rischio valu-

tario coperto da un contratto di *swap*, ossia emissioni per un importo originario di un miliardo di dollari americani che saranno rimborsate in euro. Per il resto, la maggior parte di queste operazioni in derivati riguarda *swap* che si basano su obbligazioni a tasso fisso di emittenti che pagheranno pertanto a UBS un tasso variabile, mentre UBS verserà loro un interesse fisso.

Con riferimento a quanto prima richiamato, rilevo che ogni mutuatario che in tempi recenti abbia contratto un prestito a tasso fisso e non abbia concluso uno *swap* per convertirlo in tasso variabile ha subito delle perdite, dato che i tassi d'interesse, come tutti sanno, sono scesi sensibilmente. Riguardo a un giudizio, allo stato attuale, circa le prospettive di un'ulteriore discesa o di un recupero dei tassi di interesse, le opinioni sono ripartite sui due fronti, anche se molti ritengono che risaliranno. Questo ci riporta all'osservazione fatta poc'anzi su quanto sta avvenendo sui mercati finanziari in questo momento.

L'andamento dei mercati finanziari oggi dipende da molti fattori, tra i quali il livello straordinariamente basso dei tassi d'interesse e del costo del denaro, tale da accrescere, come ha ricordato il senatore Lannutti, l'attrattiva del cosiddetto *carry trade*, ossia il prendere a prestito soldi in una valuta per investirli in un'altra. Questa è un'operazione speculativa che l'UBS non effettua: siamo intermediari di prodotti finanziari e in generale non apriamo posizioni di *carry trade*, anche se nei nostri registri contabili abbiamo obbligatoriamente alcune discordanze.

Tuttavia, la bolla speculativa cui è stato fatto riferimento è dovuta in larga misura a questi tassi di interesse insolitamente bassi. A fronte di questo dato, è necessario che vi sia una valutazione molto attenta da parte degli utenti del mercato finanziario e dei mutuatari, quali gli Enti locali, i quali devono poi decidere se siano meglio titoli di debito a tasso fisso oppure se passare a tassi variabili.

Tornando alla domanda posta, non ho con me un elenco dettagliato dei singoli contratti ancora in essere, ma ho cercato di fornire dei dati aggregati delle operazioni con undici Enti. Come ho già ricordato, una di queste è giunta a scadenza ieri.

HEATHCOTE. Se ho ben compreso, la domanda posta dal Presidente era volta ad avere un chiarimento su cosa intendiamo quando si parla, ad esempio, di uno *swap* a costo zero sul quale poi è aggiunto uno *spread* offerto dalla banca controparte. Bisogna innanzitutto comprendere che esiste una differenza tra una banca che opera come *market-maker*, e quindi definisce dei prezzi, e la posizione di *price-taker*, che non può influire sul prezzo. Cercherò di spiegare come funziona. Quando si effettua uno *swap* su tassi di interesse, ovvero sia un'operazione sul mercato liquido in cui c'è uno *spread* osservabile in quanto c'è un prezzo di vendita osservabile e un prezzo di acquisto osservabile, la banca cerca di cogliere il differenziale nello *spread* tra i due. Se la banca ha una gestione particolarmente dinamica, con un ampio portafoglio clienti, potrà avere la possibilità di pagare un costo fisso sullo *swap* dal lato del *bid* e forse con un

altro cliente, se agisce rapidamente, riuscire a ricevere quel fisso sull'altro lato e garantirsi quello *spread*. Tuttavia, molto spesso questo avviene sulla base del portafoglio, con differenze nei tempi; pertanto vi è sovente la necessità da parte delle banche di ricorrere ad altri strumenti, come *future* o titoli di Stato, per poter coprire il rischio determinato dallo scostamento nel tempo tra le transazioni. L'aspetto importante, però, come sottolineato dal Presidente, è la quantità delle attività condotte: se il soggetto è molto attivo su questo mercato, vi sono molte opportunità di cogliere lo *spread* desiderato. D'altro canto, se una banca non fosse così attiva e offrisse il prezzo più competitivo ed eseguisse uno *swap* sul lato del *bid*, scegliendo poi di rivolgersi al mercato e forse ritrovarsi nuovamente sul lato del *bid* e a quel punto il prezzo finale – compreso lo *spread* – potrebbe essere peggiore di quello negoziato in precedenza. Le grandi banche fungono quindi da intermediari tra i flussi e operando sui due lati delle transazioni in generale hanno la possibilità di catturare un certo *spread*. Spero di aver risposto alla domanda che era stata posta.

PRESIDENTE. Questo lo capisco, però la questione che ho sollevato è un po' diversa. È chiaro che, da un lato, esiste il rischio e, dall'altro, abbiamo il costo ed evidentemente le banche possono fissare un costo più elevato per coprire un rischio più alto. Quindi, ogniquale volta si effettua uno *swap* su un cambio o su un tasso da fisso a variabile, dovremmo sapere che c'è un costo da sostenere per avere questo tipo di garanzia. Ma quanto potrebbe essere maggiore il costo se si rimane nello stesso debito a tasso fisso? Non si tratta di nulla di straordinario, ma mi sorprende invece il tentativo di convincerci che sia una transazione a costo zero: fatto non vero.

HEATHCOTE. Per rispondere a questa domanda dobbiamo fare un passo indietro e capire il meccanismo stesso del *pricing* dei derivati. Le banche dicono che si tratta di un'operazione a valore zero al giorno uno, ignorando lo *spread* offerto dalla banca controparte, perché il *pricing* di tutti i derivati si basa su una condizione senza arbitraggio, neutrale dal punto di vista del rischio. Quando si determina il prezzo del derivato, la banca in sostanza indica il prezzo in base all'aspettativa del mercato sull'evoluzione futura dei tassi. Nessuno in realtà può pronosticare con certezza il futuro: chiaramente, però, si può tenere conto dell'aspettativa dei mercati.

PRESIDENTE. Ed è per questo che la banche coprono il rischio. Quello che succede in futuro non può saperlo nessuno ed ecco perché si fa un'operazione di copertura del rischio, a fronte della quale bisogna sostenere un costo. Quindi si deve poter valutare qual è il costo rispetto all'entità del rischio che viene coperto. Non vedo nulla di male nel meccanismo in sé, non comprendo però il tentativo di farci credere che sia un'operazione a valore zero quando non lo è.

L'operazione non può essere per definizione a valore zero, perché nel momento in cui le si attribuisce un valore pari a zero, essa comprende comunque i costi di *hedging* e, naturalmente, anche un margine di profitto. Forse la mia era una domanda un po' scientifica, per così dire, ma la questione non è poi di estrema importanza. La prego di continuare.

HEATHCOTE. Forse potrei fare io qualche domanda per avere un chiarimento, perché credo di non aver pienamente compreso il suo quesito e di aver risposto in modo insoddisfacente.

Prendo atto delle sue osservazioni. Nel nostro documento, abbiamo scritto che nel *mid-market* il *fair value* è zero, ma include i costi di *hedging* e il margine. Tuttavia, il *pricing* del derivato è senza arbitraggio, è così che si arriva a questo dato.

Propongo un esempio molto semplice, per cercare di chiarire meglio il concetto: l'esempio concerne il mercato dei cambi, perché permette di spiegare in modo abbastanza chiaro quanto sto cercando di descrivere. Nel mercato dei cambi è possibile fissare un tasso di cambio futuro. Supponiamo che si vogliano vendere degli euro contro dollari a tre mesi. Esiste un tasso per fare questa operazione, sebbene il tasso corrente fra tre mesi potrebbe essere più elevato o più basso. In ogni caso, esiste un tasso per la nostra transazione odierna. La banca che offre questo tasso fa il *pricing*, vale a dire determina un prezzo in base alla condizione di non arbitraggio. La ragione è che si presume che in quanto banca essa può prendere a prestito euro e poi fare un investimento in dollari a tre mesi.

La banca ha concluso una transazione di cambio, in cui ha convertito dollari in euro; essa sa inoltre che se lo stesso giorno prende un prestito e lo investe in dollari riceverà un tasso di interesse in dollari e, dall'altro lato, se accende un prestito in euro, pagherà gli interessi in euro. Sa pertanto esattamente a quale tasso di cambio andrà in pari senza alcun guadagno. Questo rappresenta un rapporto di arbitraggio sul quale si basano i mercati finanziari.

Quando si determina il prezzo dei derivati, viene applicato questo concetto, ossia che vi sono modi per replicare i derivati stessi; nel caso esemplificato si è replicata una futura transazione sui cambi mediante un deposito e un prestito, determinando in tal modo il prezzo in questione. È così che opera il mercato e a questo tipo di tecniche si affidano le banche per coprire i propri rischi. Spero di essere riuscito a rispondere alla sua domanda.

PRESIDENTE. Il punto è che c'è volatilità dei tassi di interesse e potrebbe determinarsi anche una certa volatilità dei tassi di cambio. Questo è già un rischio che dobbiamo considerare. A fronte di tale rischio, si può fare un'operazione in derivati: il rischio diminuisce, perché abbiamo firmato un contratto, ma dall'altro lato va considerato il costo di questo contratto; è pertanto necessario valutare sia i costi sia i rischi. Tecnicamente parlando, il valore è pari a zero in termini di arbitraggio, ma bisogna in ogni caso pagare per stipulare un contratto il cui scopo è quello di ridurre

il rischio. Mi sembra del tutto fisiologico. Quello che non mi sembra così normale è il tentativo di convincere sul fatto che nessuno ci guadagni.

SOANES. I derivati vengono utilizzati perché l'emittente che vuole un costo in euro a tasso variabile dovrebbe sopportare un costo più elevato se ricorresse a un prestito direttamente in euro a tasso variabile; quel costo riesce ad evitarlo mediante un prestito in dollari a tasso fisso e uno *swap* verso euro a tasso variabile. C'è un costo per questa operazione, ma c'è un risparmio sui costi di un prestito in una valuta la cui domanda degli investitori non è abbastanza forte da sostenere il *pricing* che è invece sostenibile su altri mercati.

PRESIDENTE. Bene, vi ringraziamo di questo chiarimento.

Vorrei rivolgervi un'altra domanda sui tassi di interesse, se avete ancora qualche minuto a disposizione, per capire se sono bassi e se aumenteranno in un prossimo futuro. Mi riferisco sempre ai tassi di interesse nominali. In alcuni casi, un tasso di interesse che è stato definito basso in realtà non lo era tanto quanto si voleva far credere. C'è stato infatti un calo dell'inflazione fino allo 0,1 per cento più o meno dappertutto, soprattutto in Europa, e ovviamente un tasso di interesse al 2 per cento rappresenta un 1 per cento in termini reali: è dunque molto più elevato rispetto al reale tasso di interesse negativo applicato nel mercato statunitense. Questo è il motivo per cui il dollaro statunitense si svaluta e l'euro si apprezza e così via.

Cosa possiamo pronosticare per un prossimo futuro, per i prossimi due o tre anni? Ebbene, tutti si rendono conto che il tasso di interesse risalirà, ma il punto è se lo farà per via dell'inflazione o soltanto perché non vi sarà offerta di capitale sui mercati mondiali, in considerazione delle grandi perdite registrate in tutto il mondo. Basti pensare al recente indebitamento di Dubai, annunciato ieri a 100 miliardi di dollari, senza che lo Stato avesse offerto una garanzia.

Lo scenario potrebbe in effetti essere diverso nei prossimi anni a seconda che si vada verso un incremento dei tassi di interesse determinato soltanto da un aumento dell'inflazione (con un recupero della domanda) oppure da una carenza di offerta, a causa dei rischi che il mercato tuttora comporta e dove nessuno vuole più erogare prestiti a soggetti che hanno dimostrato di non essere affidabili.

SOANES. Signor Presidente, la risposta alla Sua domanda sarebbe molto lunga e non si può ridurre la posizione della nostra banca ad una sola frase. A grandi linee si può dire che sono in gioco due serie di fattori: il primo è rappresentato dal fatto che il tasso di interesse a breve termine, fissato dalle banche centrali, sembrerebbe voler rimanere basso ancora per un certo periodo: certo, ciò dipende dalle singole banche centrali. Ad esempio, oggi la *Reserve Bank of Australia* ha aumentato i tassi per la terza volta in un periodo di tempo molto breve. Non prevedo, però, che

ciò possa accadere l'anno prossimo negli Stati Uniti, nel Regno Unito e neanche nell'area dell'euro.

Il secondo fattore è costituito dal tasso di interesse a lungo termine che, ovviamente, viene influenzato in larga misura dalla quantità di titoli di Stato venduti per coprire il debito pubblico. Sembra che i *deficit* statali stiano aumentando e, quindi, si dovranno vendere più emissioni di debito, ma in tal caso il loro rendimento dovrà essere più elevato. La domanda di questo debito dipenderà dalla maggiore o minore propensione al rischio del mercato: se il mercato non intende assumere rischi, allora i titoli di Stato risultano più attraenti perché meno rischiosi. Tuttavia tali titoli daranno interessi maggiori se il mercato tende verso una maggior propensione al rischio e non considera i titoli di Stato particolarmente interessanti; il mercato si rivolgerà infatti verso prodotti con un rendimento più elevato, spingendo allora ad un aumento del rendimento offerto dei titoli di Stato per sollecitare la domanda degli acquirenti. Quindi, l'inclinazione della curva relativa ai tassi di interesse potrebbe aumentare su questa base, ma non credo di potermi spingere oltre nel prevedere cosa succederà in futuro.

PRESIDENTE. Ringrazio gli auditi per il contributo offerto ai nostri lavori.

Rimaniamo dunque in attesa di ricevere un quadro complessivo delle operazioni svolte (oggi alcuni elementi rispetto alle quantità complessive e al numero delle operazioni sono già emersi).

Dichiaro conclusa l'audizione odierna e rinvio il seguito dell'indagine conoscitiva ad altra seduta.

I lavori terminano alle ore 13,35.

