

**Considerazioni ABI sul
documento di consultazione del
MEF recante lo schema di
Regolamento dei contratti
relativi agli strumenti finanziari
derivati sottoscritti da Regioni
ed Enti Locali**

Ottobre 2009

Premessa

L'ABI è lieta di poter contribuire alla consultazione sulla bozza di decreto recante il regolamento dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati sottoscritti da Regioni ed Enti Locali.

A questo proposito si ritiene utile procedere rappresentando in primo luogo (1) i profili di maggior rilievo e fornendo sui medesimi osservazioni e proposte. A seguire (2), si evidenziano taluni spunti di riflessione, proposte e richieste di chiarimento su altri aspetti del documento, auspicando di poter fornire, unitamente alle altre categorie coinvolte, un utile apporto per la ripresa dell'operatività in un contesto di tranquillità e certezza applicative.

L'ABI ritiene infatti che l'emanando decreto possa costituire un'occasione particolarmente opportuna per fornire a tutti gli operatori – Banche, Enti territoriali e Istituzioni di controllo – una normativa quanto più possibile definita ed inequivoca, in modo da restringere l'area di discrezionalità ed evitare l'insorgere di possibili contenziosi dovuti ad interpretazioni divergenti.

1. Osservazioni e proposte in tema di informativa finalizzata alla trasparenza ed alla valutazione dei contratti

Il documento in esame introduce, fra l'altro, l'obbligo di un'informativa finalizzata alla trasparenza dei contratti in strumenti derivati agli Enti Locali che include, in particolare, l'indicazione esplicita del valore equo alla data di sottoscrizione, la descrizione analitica degli elementi di base nei quali è scomponibile il portafoglio finanziario strutturato, nonché una rappresentazione degli scenari di probabilità del valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato rispetto al valore a scadenza del portafoglio finanziario iniziale (come definiti nell'ambito del documento stesso).

Dall'esame della suddetta bozza di regolamento emerge peraltro come l'elemento portante del set informativo prescelto consista sostanzialmente nella previsione degli scenari probabilistici del valore a scadenza del portafoglio finanziario strutturato, le cui risultanze (individuate secondo le istruzioni metodologiche allegate alla bozza di regolamento) sono alla base della maggior parte delle informazioni richieste.

L'ABI concorda pienamente con l'obiettivo di incrementare l'efficacia delle informazioni ed il livello di trasparenza sulle caratteristiche degli strumenti derivati OTC fornite dalle banche agli Enti Locali.

Da un punto di vista generale, tuttavia, occorre sottolineare che il set informativo previsto dalla bozza di decreto si sovrappone (senza peraltro coincidere del tutto) ai contenuti della scheda-prodotto che l'intermediario è già tenuto a consegnare ai clienti al dettaglio in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi, ai sensi della recente disciplina CONSOB sul tema - recata dalla Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 - e secondo le indicazioni operative fornite nelle Linee Guida Interassociative predisposte da ABI, Assosim e Federcasse in materia.

In altre parole gli Enti Locali, **classificati** per prassi dalle banche (ai sensi della MiFID e pur in assenza del decreto che doveva fornire indicazioni in proposito), **come clienti retail**, sono comunque oggetto di tutela ai sensi della suddetta disciplina CONSOB, in relazione alla distribuzione di prodotti illiquidi quali i derivati OTC.

Occorre pertanto valutare attentamente l'opportunità di introdurre un ulteriore set informativo che potrebbe comportare una sovrapposizione di informazioni da fornire ai clienti (a scapito della chiarezza, della effettiva comprensibilità delle informazioni stesse e della certezza operativa per tutti i soggetti interessati - Banche, Enti territoriali, Istituzioni di controllo).

In ogni caso, sempre in un'ottica di maggior chiarezza per gli Enti Territoriali, l'informativa finalizzata alla trasparenza prevista dal regolamento dovrebbe essere coerente con i contenuti richiesti dalla disciplina CONSOB in tema di prodotti illiquidi.

A tal riguardo si evidenzia in particolare che, nell'ambito delle citate Linee Guida interassociative, che sono state oggetto di confronto e condivisione con la CONSOB (e la cui validazione da parte CONSOB stessa è avvenuta nello scorso mese di agosto), è previsto l'obbligo per gli intermediari, nel caso di strumenti derivati OTC, di produrre scenari **deterministici** in luogo di quelli probabilistici.

E' infatti prevista la predisposizione e la presentazione al cliente, da parte dell'intermediario, di simulazioni effettuate rispetto ad ipotesi di scenario risultanti da movimenti paralleli della curva dei tassi. Tale impostazione, valida per tutti gli strumenti derivati OTC, deriva principalmente dalla considerazione che, data la natura di copertura (e non di investimento) di tali strumenti, gli scenari probabilistici non contribuirebbero ad incrementare il livello di trasparenza degli strumenti stessi e non fornirebbero un valore aggiunto nel contesto del processo decisionale della clientela.

Gli Enti territoriali, infatti, possono utilizzare detti strumenti, in relazione a passività esistenti, per modificarne il profilo di rischio relativo alla quota interessi. In quest'ottica, per gli Enti assume particolare rilevanza, nell'uso degli strumenti in parola, la consapevolezza e la piena trasparenza degli effetti che l'operazione in derivati produce sul costo della passività e la variabilità di tali effetti in funzione dell'andamento dei mercati.

Alla luce di quanto sopra - e tenendo conto altresì del fatto che il regolamento in consultazione disciplina la sola categoria dei *derivati di copertura* e, nell'ambito di tale categoria, individua un elenco estremamente circoscritto di strutture perfezionabili da parte degli Enti Territoriali - si ritiene opportuno uniformarsi al suddetto approccio e, in relazione all'informativa proposta nel regolamento stesso, prevedere, in luogo delle rappresentazioni probabilistiche, la presentazione ai clienti di scenari "deterministici" che quantifichino esattamente il variare degli oneri complessivi del debito (operazione sottostante più operazione derivata) al variare delle condizioni di mercato (*cf.*, *in allegato, un esempio di sviluppo di tale scenaristica*).

Data la funzione di copertura dei derivati previsti dallo schema di decreto, si ritiene infatti che per l'Ente territoriale gli scenari deterministici rispondano alle citate necessità di trasparenza e di valutazione degli effetti immediati e potenziali dell'utilizzo di strumenti derivati.

In tal modo, inoltre, la stessa informativa verrebbe estesa anche a clienti al momento classificati come "professionali" ai fini MiFID, quali le Regioni che, insieme agli Enti Locali, sono i destinatari del regolamento ministeriale.

La presentazione di scenari deterministici in luogo degli scenari probabilistici consentirebbe altresì di:

- evitare effetti negativi sulla chiarezza delle informazioni fornite dagli intermediari ad Enti classificati come clienti *retail* e quindi, come detto, comunque destinatari della tutela prevista dalla disciplina in tema di prodotti illiquidi (che non richiede l'elaborazione di scenari probabilistici); in particolare, potrebbero essere oggetto di confusione le definizioni di "costo implicito" e "valore equo";
- evitare che la decisione in merito ad un'operazione di copertura venga orientata dalla convinzione che gli scenari probabilistici costituiscano un'attendibile previsione dell'effettiva evoluzione futura delle variabili di mercato e quindi dei risultati che l'operazione produrrà per tutta la sua durata, piuttosto che una mera proiezione *ex ante* la quale, per quanto complessa e dettagliata, mantiene comunque un valore puramente indicativo, a maggiore ragione se riferita ad orizzonti temporali di medio-lungo periodo;

- evitare che, in considerazione della rendicontazione trimestrale prevista dalla bozza di regolamento per il valore equo ed i costi impliciti, nel caso di utilizzo di scenari probabilistici prevalga una non congrua logica di breve periodo nell'utilizzo dei derivati.
L'informativa trimestrale, basata su nuove simulazioni, potrebbe infatti evidenziare - a seguito di un cambiamento nelle condizioni di probabilità (connesso sostanzialmente ai cambiamenti nella situazione dei mercati finanziari) - un risultato diverso da quello fornito in sede di stipula dell'operazione¹. Il cliente potrebbe, pertanto, essere indotto a rinegoziare il derivato ogni qualvolta i risultati delle simulazioni probabilistiche smentiscano quelli delle simulazioni precedenti; l'ottica di medio-lungo periodo verrebbe così compromessa senza, peraltro, che le stime via via effettuate rappresentino in modo efficace gli effetti delle operazioni sui flussi di cassa degli Enti²;
- evitare la possibilità che per la medesima operazione in derivati vengano elaborati da diversi intermediari degli scenari probabilistici con risultati anche parzialmente difformi, che ridurrebbero sensibilmente il grado di comprensione dell'operazione stessa³.
Il rispetto del principio della neutralità verso il rischio, infatti, non garantisce l'univocità del risultato, in quanto intermediari diversi potrebbero utilizzare dati di mercato che per vari motivi (data di rilevazione etc.) risultino anche leggermente differenti e giungere, per operazioni di copertura che normalmente presentano una durata medio-lunga, ad evidenziare risultati a scadenza divergenti. Nell'ipotesi di previsione di scenari di tipo deterministico, invece, si garantirebbe l'univocità del risultato in quanto gli output delle simulazioni sarebbero coincidenti anche se elaborati da intermediari diversi;
- evitare, nel presupposto (improprio) che gli scenari probabilistici costituiscano una compiuta previsione dell'andamento futuro dell'operazione, che si favorisca una sorta di deresponsabilizzazione

¹ Si vedano, a titolo esemplificativo, i risultati delle valutazioni della stessa operazione, a distanza di qualche anno, con scenari probabilistici rappresentati dalla CONSOB nella nota tecnica allegata al Documento presentato in audizione presso la Commissione VI del Senato il 18 marzo 2009 ("Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche amministrazioni").

² Per le stesse ragioni, fra l'altro, si potrebbe determinare un incremento dei contenziosi fra gli intermediari e gli Enti Locali.

³ Al riguardo si segnala che, per la stessa operazione di copertura, potrebbero in concreto essere coinvolti più intermediari, tenuto conto che la stessa bozza di regolamento in esame prevede che l'importo nominale complessivo delle operazioni stipulate dall'Ente con la medesima controparte non debba eccedere il limite del 25% del totale delle operazioni in essere.

rispetto a decisioni che richiederebbero invece la massima consapevolezza da parte degli Enti. Viceversa, la previsione di scenari deterministici che, come detto, descrivono esattamente gli effetti potenziali dell'operazione sul costo complessivo della passività, consentirebbe scelte ponderate e una dichiarazione **consapevole** da parte dell'Ente circa la piena comprensione dell'operazione. Ciò tutelerebbe in modo significativo l'interesse generale oltreché la regolarità contrattuale.

In considerazione di quanto sopra osservato, l'ABI ritiene che l'introduzione di scenari deterministici, in luogo di quelli probabilistici, possa incrementare il livello di trasparenza e l'efficacia dell'informativa sulle caratteristiche degli strumenti derivati offerti agli Enti Locali, secondo un approccio già condiviso anche dalla CONSOB in relazione a tutte le categorie di strumenti derivati OTC, in sede di validazione delle citate Linee Guida sui prodotti illiquidi.

Al contrario, si ritiene che il mantenimento della previsione di scenari probabilistici costituirebbe un ostacolo alla soddisfazione da parte degli intermediari dei bisogni degli Enti in termini di gestione attiva del loro debito, con il rischio di un sostanziale blocco dell'operatività.

Premesso quanto sopra con riferimento al principale profilo problematico, nella successiva parte del documento si riportano ulteriori proposte - nonché richieste di chiarimento - relative alle singole disposizioni della bozza di regolamento, che tengono conto dell'approccio sopra esposto. In tale ottica si giustificano, ad esempio, le proposte relative all'allineamento delle definizioni previste nel documento di consultazione in esame con quelle recate dalla disciplina in tema di illiquidi - in particolare Fair Value e Valore di smobilizzo.

Nel complesso, tenuto conto di tutto quanto evidenziato nelle due parti che compongono il presente documento, lo schema posto in consultazione dal MEF, modificato secondo quanto proposto dall'Associazione avrebbe, quali caratteristiche principali:

- un elenco estremamente circoscritto di operazioni perfezionabili;
- **un'esplicita scomposizione** delle componenti del prezzo finale delle transazioni - dato dalla somma di a) Fair Value b) Costi di Hedging c) Mark-up - **ed un'esplicita indicazione** del Valore di smobilizzo delle stesse, realizzando una maggiore trasparenza e certezza operative ed evitando il rischio di interpretazioni divergenti, grazie all'allineamento con quanto già previsto nell'ambito della disciplina in tema di prodotti finanziari illiquidi;

- un'analisi effettuata attraverso scenari deterministici che evidenzia - nell'ambito di una ragionevole oscillazione del parametro variabile (es. valori dell'Euribor compresi tra 0 e 15%-20%) - i flussi di cassa associati ai portafogli finanziari iniziale e strutturato nonché i relativi differenziali. Ciò sia con riferimento a ciascuna scadenza intermedia dell'operazione, che con riferimento alla scadenza finale della stessa (somma dei flussi relativi alle scadenze intermedie);
- una maggiore trasparenza in sede di bilancio di previsione e consuntivo, con rappresentazione dei flussi connessi al portafoglio finanziario strutturato riferiti al periodo di bilancio;
- un'informativa al MEF (tramite trasmissione del contratto) e, per il tramite del MEF, alla CONSOB ed alla Banca d'Italia⁴.

Tutto quanto sopra al fine, come già detto, di fornire ogni utile contributo per la definizione di un quadro normativo che per ogni suo aspetto possa risultare di non equivocabile interpretazione, a tutto vantaggio di una ripresa dell'operatività in un contesto di legittimità e coerenza.

2. Osservazioni, proposte e richieste di chiarimento

1 - Articolo 1, comma 1

Il primo comma dell'articolo 1, nel delineare l'ambito di applicazione del regolamento, stabilisce che lo stesso - in conformità alla legge - costituisca fonte normativa anche per i contratti di finanziamento con componenti opzionali; in particolare detto regolamento indica quali componenti, implicite o esplicite, possono essere previste e le relative informazioni da prevedere in contratto.

⁴ A questo riguardo occorre evidenziare che alla Banca d'Italia sono affidati compiti di controllo sulla sana e prudente gestione degli intermediari, per assicurarne l'adeguatezza patrimoniale e per garantire la stabilità del sistema creditizio nel suo complesso. Risulta però preclusa alla Banca d'Italia, in via di fatto, la possibilità di ottenere notizie sull'operatività in derivati degli intermediari stranieri con gli Enti Locali italiani. Tale assetto richiederebbe una valutazione da parte delle Autorità preposte per introdurre, se del caso, meccanismi che consentano, a vantaggio di tutti gli operatori, una conoscenza globale delle situazioni che incidono sugli equilibri del sistema creditizio.

Tenuto conto di quanto sopra, con riferimento ai predetti contratti di finanziamento, si presentano incertezze interpretative circa il rapporto tra la nuova previsione e quelle - già vigenti in materia di mutui e prestiti agli Enti Locali (in particolare il DM 3 luglio 2009) - che regolamentano la possibilità di stipulare operazioni a tasso fisso ed a tasso variabile e prevedono per ciascuna tipologia i limiti di tasso massimo consentiti.

Si chiede dunque conferma circa la possibilità di perfezionare i predetti contratti di finanziamento con le strutture di tasso previste nel presente regolamento, superando parzialmente o comunque integrando le disposizioni regolamentari già previste in materia.

Sempre avendo riguardo all'ambito applicativo si chiede inoltre come il presente decreto, "contenente norme di applicazione necessaria", si possa coordinare con eventuali leggi regionali in materia che potrebbero prevedere, ad esempio per i finanziamenti, strutture di tasso diverse da quelle previste nel decreto in consultazione (a titolo esemplificativo l'inflazione). A tale riguardo il DM 389/2003 prevedeva un'espressa deroga in caso di emanazione di specifiche normative regionali.

2 – Articolo 1, comma 3, lett. b

Con riferimento alla definizione di operazione in derivati, si chiede un chiarimento in merito all'espressione "[...] *componenti derivate* [...] *esplicitate che l'ente può inserire in un contratto di finanziamento*".

3 – Articolo 1, comma 3, lett. c

In tema di definizioni si sancisce che, nei contratti di finanziamento che incorporano componenti derivate, la "passività finanziaria sottostante" debba essere individuata escludendo tali componenti.

Al riguardo, si ritiene che detta metodologia

1. in via generale, ponga un problema di mancato allineamento alla definizione di passività intesa come posizione debitoria costituita da contratti di mutuo o da operazioni di emissione di prestiti obbligazionari⁵;

⁵ Si consideri tra l'altro:

- la definizione di indebitamento di cui all'art. 3, comma 17 della legge 24/12/2003 n. 350 (Finanziaria per l'anno 2004), così come modificata dalla legge 22/12/2008 n. 203 (Finanziaria per l'anno 2009).
- che i flussi connessi ai mutui sono assistiti nella loro interezza da delegazione di pagamento e che tale delegazione non assiste, invece, i flussi connessi ai contratti derivati.

2. all'interno dello stesso regolamento in esame, ponga un problema di coordinamento con la disposizione di cui all'art. 2 comma 3) lettera e) (v. *successivo punto 12*) laddove si dispone che "le operazioni in derivati di cui al presente regolamento [...] prevedono che [...] i flussi ricevuti dagli stessi replichino quelli pagati nella passività finanziaria sottostante"; si osserva infatti che la non inclusione - nella definizione di "passività finanziaria sottostante" - dell'eventuale componente derivata, vanificherebbe la funzione di protezione del derivato dando luogo a fattispecie di copertura solo parziale della passività esistente (ad esempio, del mutuo).

Si propone pertanto di:

- 1) definire la "passività finanziaria sottostante" come "il debito oggetto di copertura cui è riferita l'operazione in derivati";
- 2) mantenere la previsione dello scorporo ai soli fini di trasparenza di cui all'art. 3 del regolamento in esame, riferendola in particolare alle componenti finanziarie opzionali presenti nella passività sottostante (v. *sotto, successivo punto 1*).

Con riferimento a tale scorporo, tuttavia, si fa presente che:

- 1) alla luce delle previsioni del citato DM 3 luglio 2009 si ritiene opportuno vengano esclusi gli IRS plain vanilla tasso variabile/tasso fisso e i FRA dalle componenti per le quali sarebbe necessario effettuare, con riferimento ai contratti di finanziamento, la disclosure di cui sopra. Ciò al fine di evitare che un mutuo a tasso fisso stipulato a norma di detto DM possa essere considerato, ai fini del presente regolamento, come la somma di un mutuo a tasso euribor e di un IRS variabile/fisso implicito, con conseguente nullità per mancato rispetto delle previsioni di cui all'art. 3 in tema di trasparenza.

La sopra proposta limitazione dello scorporo alle sole componenti finanziarie opzionali consentirebbe di raggiungere lo scopo.

In alternativa, sarebbe necessaria un'azione di coordinamento tra le due norme.

- 2) la suddetta disclosure pone a sua volta un problema di trasparenza laddove non siano stabilite delle regole oggettive (la cui univoca individuazione, tuttavia, appare di difficile, se non impossibile, realizzazione) per effettuare lo scorporo, anche con riferimento ai cap e collar. Al riguardo si pensi, ad esempio, nel caso di mutuo a tasso variabile euribor + 100 bps con cap al 6,00%, ai margini di discrezionalità che vengono lasciati all'intermediario per la suddivisione dello spread di 100 bps previa individuazione della quota parte dello stesso riferibile allo spread creditizio sul finanziamento e della quota parte riferibile invece al costo del cap. E si consideri inoltre la difficoltà concreta di un intermediario (X) proponente ad es. un contratto di swap, nell'adempiere alle suddette disposizioni di trasparenza con riferimento particolare al portafoglio finanziario iniziale, soprattutto allorché la passività finanziaria sottostante è stata originata, in passato, da un altro intermediario (Y), (medesimo

problema: quale quota dello spread era stata riferita dall'intermediario Y alla componente credito e quale al costo del cap?).

4 – Articolo 1, comma 3, lett. d

Sempre in tema di definizioni, ai sensi del decreto in esame, il "portafoglio finanziario iniziale" è rappresentato dalla posizione finanziaria dell'ente formata dalla passività finanziaria sottostante e dalle eventuali operazioni già stipulate su tale passività. Laddove l'operazione in derivati conclusa dall'Ente sia riferita ad un preesistente contratto di finanziamento che incorpora componenti opzionali, il portafoglio finanziario iniziale è individuato considerando anche tali componenti.

La previsione necessita di chiarimenti tenuto anche conto di principi ormai acquisiti nel previgente assetto normativo e di cui si è tenuto conto nell'operatività svolta prima del regime di blocco. In particolare occorre avere conferma della possibilità di effettuare operazioni in derivati riferite a derivati preesistenti; a tale conclusione si perviene almeno tenuto conto del tenore letterale della norma. Se tale impostazione sarà confermata e onde evitare vuoti normativi, dovranno essere altresì indicate le regole da applicare nel caso di variazione/estinzione della passività sottostante ed in particolare se occorrerà procedere all'estinzione del derivato originario ovvero se lo si potrà neutralizzare con uno di segno opposto, assorbendo il valore di smobilizzo.

5 – Articolo 1, comma 3, lett. i

Il regolamento conferma anche nel nuovo assetto la possibilità di prevedere nei contratti il riconoscimento a favore dell'ente di un *upfront*. Tale elemento viene definito come "l'eventuale flusso di cassa del portafoglio finanziario strutturato che viene regolato al momento della conclusione dell'operazione in derivati". Ai sensi del successivo art. 2 comma 5, tale elemento non può essere superiore all'1% del capitale nozionale iniziale, confermando anche per questo profilo quantitativo la normativa preesistente.

Si osserva sul punto che il mantenimento dell'*upfront* non appare coerente con la funzione di mera copertura del debito cui si riconnette la specifica operatività, introducendo un elemento improprio volto ad una diversa funzione di finanziamento; anche il richiamo alla normativa sul debito, se da un lato può scongiurare il mero utilizzo per spese correnti su cui tanto si è dibattuto nell'operatività precedente al blocco, pone tuttavia dubbi di coordinamento con un contesto normativo che alle fattispecie di indebitamento collega specifiche conseguenze giuridiche – si veda al riguardo la normativa che, specificatamente per gli Enti Locali, collega al

“debito” il rilascio di delegazioni di pagamento nonché quella che impone l’inclusione di ogni “debito” nel calcolo dei limiti di indebitamento rispetto alle voci di entrata del bilancio degli Enti.

Per le motivazioni descritte, si auspica dunque, nel comune interesse di tutti gli operatori e ad evitare il ripresentarsi di elementi di criticità, un ripensamento in merito al mantenimento dell'*upfront*. In ogni caso, laddove invece l'elemento permanga, si dovrebbe comunque specificarne la natura e le caratteristiche superando ogni potenziale incertezza applicativa. In particolare, andrebbe puntualizzato che trattasi di una somma effettivamente regolata al momento del perfezionamento dell'operazione; e' fondamentale chiarire, infatti, che le eventuali traslazioni del valore di mercato che avvengono in sede di rinegoziazione, non comportando alcun esborso effettivo, non sono da considerare *upfront*.

6 – Articolo 1, comma 3, lettere l m n

Le lettere l) ed m) trattano rispettivamente il “valore a scadenza del portafoglio finanziario iniziale o strutturato” definendolo “il valore dei flussi di cassa del portafoglio finanziario alla data di scadenza” e il “costo implicito dell'operazione in derivati” definendolo “quantificazione del valore dell'operazione in derivati riferita alla data di scadenza”.

Sul primo elemento non risulta chiaro se si è inteso riferirsi al valore assoluto – quindi non “valore attualizzato” – dei flussi fino alla scadenza; in merito al termine “costo”, si osserva che lo stesso risulta fuorviante nel contesto di cui trattasi; sarebbe preferibile utilizzare il concetto di “differenziale” o “risultato differenziale”.

Le predette definizioni di cui alle lettere l) e m), con le relative precisazioni sopra indicate, possono essere utilizzate anche nell'ambito delle simulazioni effettuate su scenari deterministici, di cui alla proposta formulata nella precedente parte del presente documento.

Passando alla lettera n), questa definisce il “valore equo (c.d. “fair value”)” come “il valore atteso del costo implicito dell'operazione in derivati, preventivamente attualizzato ad una data di riferimento”.

In proposito si propone di sostituire la definizione predetta con quella di “fair value” e “valore di smobilizzo” di cui alla comunicazione Consob n 9019104, relativa ai prodotti finanziari illiquidi. Al fine di evitare definizioni ed interpretazioni discordanti, si propone altresì di definire tali elementi attraverso un richiamo diretto alla suddetta comunicazione (che, come detto, è stata già declinata successivamente nelle Linee Guida interassociative validate dalla CONSOB).

7 – Articolo 2, comma 1

Il decreto, confermando le norme preesistenti, stabilisce l'obbligo, in caso di operazioni di indebitamento effettuate in valute diverse dall'euro, di prevedere la copertura del rischio di cambio mediante "swap di tasso di cambio", inteso come un contratto tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi e capitale espressi in due diverse valute, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti.

Poiché la previsione appare - per taluni profili - troppo generica, si propone di precisare:

1. che cambio a pronti e cambio a scadenze capitale intermedie e finale devono essere uguali;
2. quali siano le tipologie di struttura di tasso ammesse.

8 – Articolo 2, comma 2, lett. a

Tra le operazioni consentite si prevede innanzitutto lo "swap di tasso di interesse" tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi, collegati ai principali parametri del mercato finanziario, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti.

Anche per tale previsione la definizione appare eccessivamente generica e quindi non del tutto idonea ad evitare che si ripresentino dubbi interpretativi/operativi.

Si propone pertanto di precisare che trattasi di operazioni di swap plain vanilla (cioè senza componenti opzionali) tasso fisso/tasso variabile e viceversa.

Nell'ambito della precisazione, si segnala che l'inserimento della dizione "e viceversa" appare necessaria anche tenuto conto del fatto che in talune decisioni degli organi preposti al controllo è emersa una interpretazione restrittiva circa la legittimità delle sole operazioni aventi ad oggetto un sottostante a tasso variabile.

9 – Articolo 2, comma 2, lettere c d

Le lettere in esame prevedono, tra le strutture ammesse, l'acquisto di "cap" e di "collar".

Si osserva in proposito che, mancando un riferimento esplicito - come nel DM 389/2003 - alla possibilità di effettuare operazioni consistenti nella "combinazione delle lettere precedenti", può sorgere il dubbio che le lettere c) e d) non possano essere combinate con un contratto avente ad oggetto

un IRS di cui alla lettera a); occorrerebbe pertanto il reinserimento della precisazione eventualmente tramite apposita lettera e).

Sempre in tema di strutture consentite, si prende atto della eliminazione delle strutture previste nel citato DM 389/2003 all' art 2 (obbligatorietà di swap di ammortamento di un debito bullet) ed al punto f) dell' art 3) (cd "duration swap"); si richiedono tuttavia chiarimenti in merito al trattamento di queste strutture laddove le stesse siano presenti in un Portafoglio Finanziario Iniziale nei casi in cui, essendosi modificato il debito sottostante, sia opportuno un nuovo derivato per l'Ente.

Con riguardo alla lettera d) (acquisto di collar) si precisa nel documento in esame: "L'operazione di cui alla presente lettera è consentita a condizione che il relativo valore equo alla data di acquisto risulti *non negativo*". Tale previsione appare condivisibile solo se accompagnata dalla precisazione "al netto dei costi di hedging e del mark-up" (come definiti nelle sopra citate Linee Guida interassociative validate dalla CONSOB). Infatti, il fair value per un'operazione ex novo non può essere "non negativo", tenuto conto dell'esistenza di costi di hedging e del mark-up ad essa associati. Nel caso di operazione di ristrutturazione di un derivato esistente, inoltre, si aggiunge l'elemento di incertezza costituito dal valore di smobilizzo del derivato oggetto di ristrutturazione.

10 – Articolo 2, comma 3, lettera b

Si prevede che le operazioni in derivati siano "*prive di ulteriori componenti derivate, incluse eventuali modifiche nella struttura dei flussi di cassa pagati o ricevuti dall'ente subordinatamente all'estinzione anticipata dell'operazione medesima*".

Occorre che venga chiarito il significato della suddetta previsione.

11 – Articolo 2, comma 3, lettera c

Si dispone che le operazioni in derivati non prevedano, a carico dell'Ente, tassi di interesse "predeterminati" in maniera crescente.

Si chiede un chiarimento sulla dizione "predeterminati". In particolare, si chiede se il suddetto divieto vige anche per operazioni che prevedano strutture diverse in relazione a fasi temporali diverse.

Al riguardo si tenga conto del seguente esempio:

prima fase, tre anni a tasso fisso;

seconda fase: struttura collar;

tasso fisso della prima fase posizionato ad un livello intermedio tra il floor e il cap di cui al collar della seconda fase.

Sul punto si propone inoltre di voler valutare la possibilità di introdurre un'eccezione con predeterminazione di tassi crescenti a carico dell'Ente nel solo caso in cui vi sia una parallela crescita del tasso medio della passività sottostante, e solo nei limiti di suddetta crescita. In questo modo sarebbe assicurato il mantenimento di un parallelismo tra la situazione ex ante e la situazione ex post derivato, nel caso in cui vi sia predeterminazione dei tassi a carico dell'Ente.

12 – Articolo 2, comma 3, lett. e

E' stabilito che le operazioni in derivati debbano prevedere che i flussi pagati dagli enti siano indicizzati esclusivamente a parametri monetari di riferimento nell'area euro, mentre i flussi ricevuti dagli stessi replichino quelli pagati nella passività finanziaria sottostante.

Dato che la definizione di "passività finanziaria sottostante" esclude le componenti derivate eventualmente presenti implicitamente nel contratto di finanziamento, la previsione di cui alla presente lettera e) configurerebbe la (nuova) operazione in derivati come una copertura inefficace del suddetto contratto, consentendo di pareggiare non già i flussi complessivamente dovuti (come la funzione di copertura propria dei derivati di cui trattasi richiederebbe) bensì solo quelli della passività sottostante priva della componente derivata.

Si propone pertanto di modificare la definizione di passività finanziaria, come sopra proposto (*v. precedente punto 3*).

Nel caso in cui la suddetta proposta non trovi riscontro, e sia inoltre confermata la possibilità di effettuare operazioni in derivati a valere su operazioni in derivati preesistenti (*si veda, al riguardo, la richiesta di chiarimento evidenziata al precedente punto 4*, si propone di sostituire nella presente lettera e) la dizione "passività finanziaria sottostante" con quella di "portafoglio finanziario iniziale".

13 – Articolo 2, comma 4, lett. e

Si stabilisce che "qualora l'importo nominale delle operazioni derivate complessivamente poste in essere dall'ente interessato sia pari o superiore a 100 milioni di euro, l'ente dovrà progressivamente tendere a far sì che l'importo nominale complessivo delle operazioni stipulate con la stessa controparte non ecceda il 25% del totale delle operazioni in essere".

Sul punto occorrerebbe che venisse precisata l'esclusione dal computo di tale limite delle:

- operazioni totalmente garantite da collateral, evitando l'insorgere di equivoci che, peraltro, nel precedente assetto erano stati chiariti nella Circolare del maggio 2004;
- operazioni derivate implicite inserite in un contratto di finanziamento.

14 – Articolo 3

In linea con l'osservazione sulle definizioni relative alle lettere da l) ad n) di cui all'articolo 1 (*si veda precedente punto 6*), si propone di sostituire la dizione "valore equo" di cui alla lettera b) del comma 1 dell'art. 3 (*b. indicazione esplicita del valore equo alla data di sottoscrizione*) con "fair value e valore di smobilizzo" di cui alla comunicazione CONSOB n. 9019104. Si renderebbero, così, esplicite – come già previsto dalla direttiva MiFID di terzo livello come declinata nelle sopra citate Linee Guida Interassociative validate dalla CONSOB – le componenti del prezzo finale della transazione, dato dalla somma di: a) Fair Value; b) Costi di Hedging; c) Mark-up.

Altrettanto dicasi con riferimento al comma 3 dell'articolo in esame ove sono ripetute le dizioni "valore equo" e "costo implicito" anch'esse opportunamente da sostituire con "fair value e valore di smobilizzo".

Con riguardo alla lettera d) del comma 1 dell'art. 3 (*d. rappresentazione, in forma sia numerica che grafica, dei risultati delle simulazioni numeriche che identificano il costo implicito dell'operazione in derivati*) si propone, ferma restando la proposta di scenari deterministici, di prevedere le rappresentazioni grafiche con esclusivo riferimento ai valori a scadenza; ciò al fine di evitare la presentazione di grafici tridimensionali, di non immediata comprensione.

15 – Articolo 4

L'articolo in esame prevede che in calce al contratto relativo all'operazione in derivati sia riportata una dichiarazione con la quale la persona incaricata della sottoscrizione in nome e per conto dell'ente attesta che ha pienamente compreso le caratteristiche dell'operazione, incluse la tipologia e il contenuto dell'informativa di cui all'articolo 3, comma 1.

Al riguardo si osserva, anche a rafforzare la predetta richiesta di introduzione degli scenari deterministici, che il riferimento alla piena comprensione del contenuto dell'informativa di cui all'articolo 3, laddove tale informativa contenga i risultati di simulazioni su scenari probabilistici, appare in linea teorica coerente solo laddove l'intermediario fornisca anche una completa disclosure delle ipotesi e della metodologia alla base delle simulazioni. Di fatto, però, tenuto conto dell'elevato livello di complessità

sottostante a tale metodologia, si ritiene ragionevolmente probabile che insorgano difficoltà nella comprensione dei risultati evidenziati e, quindi, nel procedere alla sottoscrizione della suddetta dichiarazione. Si ritiene, peraltro, che anche qualora tale dichiarazione fosse rilasciata, essa non costituirebbe un significativo elemento di tutela per l'Ente.

Sempre al fine di conferire maggiore certezza agli Enti e agli intermediari e ad evitare incertezze procedurali e l'insorgere di ipotesi di invalidità sarebbe oltremodo necessario che le Autorità competenti prevedano una indicazione, almeno di massima, dell'iter amministrativo interno agli Enti preliminare alla contrazione dell'operazione.

Si osserva a questo proposito che la dichiarazione che deve essere resa dalla persona incaricata (presumibilmente: il Dirigente) potrà avere un valore significativo solo se coerentemente legata ad un iter amministrativo certo e predefinito. Ciò, sia in relazione al rapporto di immedesimazione organica che lega il soggetto fisico all'ente amministrativo, sia rispetto alla divisione tra atto di indirizzo politico e atto di gestione che caratterizza l'ordinamento degli Enti. E' evidente che il soggetto designato potrà procedere alla firma della dichiarazione solo se l'intero iter amministrativo si sarà svolto correttamente; l'intermediario, pur in presenza di tale dichiarazione, ha tutto l'interesse ad avere la certezza del pieno rispetto delle procedure in quanto la dichiarazione eventualmente resa non sanerebbe un iter amministrativo non corretto con conseguenze sulla legittimità e validità degli atti.

Sempre in tema di dichiarazioni, si coglie infine l'occasione per sottolineare che per snellezza operativa sarebbe utile prevedere che l'Ente dichiari di aver fornito tempestivamente tutte le informazioni necessarie per mettere gli intermediari nelle condizioni di adempiere a tutti gli obblighi derivanti dalla normativa vigente in materia di servizi e attività d'investimento (si fa riferimento in particolare alla normativa MiFID). Ciò in quanto l'Ente potrebbe ritenersi esonerato dal fornire le suddette informazioni alla luce del fatto che dovrà comunque rilasciare la dichiarazione di consapevolezza prevista dall'art. 4.

16 – Articolo 6

Si stabilisce, al comma 2, lettera d) che nella nota informativa al bilancio di previsione sia, tra l'altro, riportato il valore previsto dei flussi di cassa dell'operazione in derivati nel periodo considerato dal bilancio.

Al riguardo, sono necessari chiarimenti circa i criteri da applicare per calcolare il "valore previsto" nel caso di operazione a tasso variabile per la quale non sia ancora disponibile il fixing del tasso; a questo proposito, si propone l'utilizzo dei tassi *forward* sia per la stima dei flussi del derivato sia

per la stima dei flussi del portafoglio finanziario iniziale che il derivato va a coprire.

Inoltre, sarebbe preferibile indicare sia in bilancio di previsione che nella nota informativa i flussi completi del "portafoglio finanziario strutturato" distinti tra "passività finanziaria sottostante" (inclusiva di eventuale derivato implicito) e "operazione in derivati".

Al comma 4, lettera d) si stabilisce che nella nota informativa allegata al rendiconto siano, tra l'altro, riportati i flussi di cassa generati dall'operazione in derivati nell'anno e gli scostamenti rispetto al loro valore previsto indicato nella nota allegata al bilancio di previsione.

Al riguardo, acquisito una volta per tutte che trattasi di prodotto di copertura, una valenza significativa avrebbe l'indicazione della differenza tra valore previsto e valore definitivo non solo per l'operazione in derivati, ma anche per la sottostante passività; si propone, quindi, di sostituire la dizione "operazioni in derivati" con quella "portafoglio finanziario strutturato".

Al comma 5 si prevede, infine, che gli Enti debbano allegare al conto del patrimonio l'indicazione del rapporto fra il debito oggetto di copertura attraverso operazioni in derivati e quello complessivo dell'ente. Indicano, altresì, l'eventuale costituzione di un fondo rischi per la copertura degli oneri potenziali generati dalle operazioni in derivati in essere.

In proposito, occorre chiarire che si tratta di fondo rischi fisiologico per la copertura degli oneri potenziali relativi ai differenziali generati dall'operazione in derivati con riferimento all'anno in corso e non all'intera durata dell'operazione. In altre parole occorre precisare che non si tratta di fondo per la copertura del valore di smobilizzo.

17 – Articolo 8

Con riferimento alle operazioni in derivati stipulate prima dell'entrata in vigore del presente regolamento, si prevede che le disposizioni previste all'articolo 6 si applichino alla redazione del bilancio di previsione relativo al primo esercizio successivo a quello di entrata in vigore.

Non sono chiare le conseguenze della predetta disciplina transitoria che, dunque andrebbero esplicitate; occorrerebbe in particolare precisare che la disciplina del decreto non incide ex tunc se non con riferimento a talune incombenze previste all'art. 6 in materia di pubblicità degli atti.

Allegato