

**COMMENTI RELATIVI AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE DEL 22 SETTEMBRE 2009 CONCERNENTE LO SCHEMA DI REGOLAMENTO MINISTERIALE DI ATTUAZIONE DELL'ART. 62 DEL DECRETO LEGGE 25 GIUGNO 2008, N. 112, CONVERTITO CON MODIFICAZIONI DALLA LEGGE 6 AGOSTO 2008, N. 133, COME SOSTITUITO DALL'ARTICOLO 3 DELLA LEGGE 22 DICEMBRE 2008, N. 203**

**ALLEN & OVERY**

**30 ottobre 2009**

## INDICE SOMMARIO

| <b>Paragrafo</b>  | <b>Pagina</b> |
|---|---------------|
| 1. Articolo 1 – Ambito di applicazione e definizioni.....                                   | 3             |
| 1.1 Definizioni (Comma 3).....  | 3             |
| 2. Articolo 2 – Operazioni in strumenti derivati.....                                       | 4             |
| 2.1 Operazioni consentite (Comma 2).....  | 4             |
| 2.2 Criteri applicabili alle operazioni consentite (Comma 3).....                           | 5             |
| 2.3 <i>Rating</i> (Comma 4).....  | 6             |
| 2.4 <i>Upfront</i> (Comma 5).....   | 6             |
| 3. Articolo 3 - Informativa finalizzata alla trasparenza dei contratti .....                | 6             |
| 4. Articolo 5 - Validità del contratto.....   | 6             |
| 5. Articolo 6 – Pubblicità degli atti.....  | 7             |
| 6. Articolo 7 - Trasmissione dei contratti al Ministero dell'Economia e delle Finanze ..... | 7             |

**COMMENTI DI ALLEN & OVERY RELATIVI AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE DEL 22 SETTEMBRE 2009 CONCERNENTE LO SCHEMA DI REGOLAMENTO MINISTERIALE DI ATTUAZIONE DELL'ART. 62 DEL DECRETO LEGGE 25 GIUGNO 2008, N. 112, CONVERTITO CON MODIFICAZIONI DALLA LEGGE 6 AGOSTO 2008, N. 133, COME SOSTITUITO DALL'ARTICOLO 3 DELLA LEGGE 22 DICEMBRE 2008, N. 203**

Allen & Overy è grato dell'opportunità di fornire i propri commenti in relazione allo "*Schema di regolamento ministeriale di attuazione dell'art. 62 del decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, come sostituito dall'articolo 3 della legge 22 dicembre 2008, n. 203 (l'Articolo 62)*", predisposto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro, Direzione II e Direzione IV e sottoposto a consultazione pubblica con documento del 22 settembre 2009 (la **Bozza di Regolamento**).

In particolare, le osservazioni che seguono sono fornite al fine di contribuire alla finalizzazione di un testo regolamentare (il **Regolamento**) che tenga in considerazione taluni profili che riteniamo interessanti anche alla luce dell'esperienza maturata dal nostro Studio nel settore. Restano, peraltro, esclusi dall'ambito della nostra analisi, in aggiunta alle scelte delegate all'autonomia regolamentare di codesto Ministero (quale è, ad esempio, la scelta della tipologia di contratti in strumenti finanziari derivati consentiti), i profili critici derivanti da considerazioni di prassi di mercato, nonché gli spunti di osservazione attinenti a valutazioni di ordine finanziario o comunque non rientranti nel contesto di una lettura delle norme svolta da un punto di vista strettamente giuridico, anche se gli stessi sono indirettamente considerati in talune delle riflessioni che seguono.

Alla luce di tali premesse generali, riportiamo qui di seguito i nostri commenti seguendo l'ordine dell'articolato della Bozza di Regolamento.

## **1. ARTICOLO 1 – AMBITO DI APPLICAZIONE E DEFINIZIONI**

### **1.1 Definizioni (Comma 3)**

In primo luogo, si rileva che molte definizioni contenute nella Bozza di Regolamento si riferiscono in parte a nozioni già contenute nelle "*Linee Guida interassociative per l'applicazione delle misure CONSOB di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi*" adottate dalle associazioni di categoria degli intermediari finanziari – ABI, Assosim e Federcasse- e validate dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (la **CONSOB**) il 5 agosto 2009 (le **Linee Guida Interassociative**). A titolo esemplificativo, possono essere considerate le definizioni di "*valore equo*", o di "*costo implicito*", contenute in entrambi i testi suddetti. In relazione a tali definizioni sarebbe auspicabile un coordinamento tra le diverse disposizioni.

Inoltre, la Bozza di Regolamento contiene talune definizioni che potrebbero essere chiarite in maggior dettaglio, nell'ottica di una corretta individuazione di nozioni che appaiono di cruciale importanza ai fini dell'operatività in derivati con gli enti considerati nella Bozza di Regolamento (di seguito, gli **Enti**) e che costituiscono il presupposto per l'adempimento degli obblighi informativi ivi previsti a pena di nullità dei contratti.

In particolare, talune nozioni individuate dalla Bozza di Regolamento (tra cui quelli di "*valore equo*", "*costo implicito*", "*portafoglio finanziario iniziale*", "*portafoglio finanziario strutturato*", "*passività*") possono prestarsi ad interpretazioni non univoche da parte dei soggetti coinvolti e dei differenti operatori di mercato e sarebbe auspicabile chiarire in maggior dettaglio le componenti economiche da prendere in considerazione al fine di individuare tali concetti, nonché, come menzionato, coordinarli con le previsioni delle Linee Guida Interassociative per assicurare coerenza nelle nozioni di riferimento applicabili.

L'esigenza di definire con chiarezza i concetti economici richiamati nella Bozza di Regolamento appare evidente anche alla luce delle recenti controversie in materia di operazioni in derivati concluse dagli Enti.

Nel contesto di tali controversie si è avuto modo di apprezzare, ad esempio, che il concetto di "*mark-to-market*" di un derivato è una valorizzazione dello strumento finanziario che ciascuna parte opera secondo i propri criteri ed in base a differenti variabili e componenti economiche e che non esiste, in altri termini, un prezzo "*ufficiale*" di tale strumento<sup>1</sup>.

Alla luce di quanto sopra, si osserva come nelle definizioni di "*portafoglio finanziario iniziale*" e di "*portafoglio finanziario strutturato*" non appaiano individuati criteri obiettivi volti ad identificare in modo univoco i concetti economici espressi in tali definizioni, quali ad esempio i concetti di "*portafoglio*", "*passività*", o "*eventuali operazioni già stipulate in relazione a tale passività*", che potrebbero essere delineati in maggior dettaglio.

Inoltre, con riferimento alla definizione di "*portafoglio finanziario iniziale*":

- (i) Primo paragrafo - Non è chiaro cosa debba intendersi per "*eventuali operazioni già stipulate su tale passività*": ci si chiede se si intenda fare riferimento ad eventuali operazioni in derivati; tuttavia al contempo si nota che l'ultima frase della definizione fa già, appunto, riferimento a queste ultime operazioni; e
- (ii) Secondo paragrafo - Potrebbe essere opportuno chiarire che il riferimento a "*l'operazione in derivati conclusa dall'ente*" sia, come è dato capire, un riferimento all'operazione in derivati da concludersi da parte degli Enti.

In aggiunta, sarebbe auspicabile un maggior coordinamento tra le definizioni di "*costo implicito dell'operazione in derivati*" e "*valore equo*", che al momento appaiono formulate in modo che potrebbe apparire tautologico. In particolare, risulta di poco agevole comprensione la definizione di "*costo implicito*" nella misura in cui fa riferimento alla "*quantificazione del valore dell'operazione in derivati riferita alla data di scadenza*". Inoltre, il concetto di "*valore equo*" sembra fare riferimento esclusivamente al valore del "*costo implicito*" dell'operazione in derivati anziché al valore dell'operazione in derivati stessa.

Infine, come commento di natura formale rispetto alle definizioni, si osserva che è presente una definizione di "*data di scadenza*" che indica la data di scadenza del debito sottostante l'operazione in derivati. Tuttavia all'interno del documento si fa spesso riferimento anche al "*valore a scadenza*" del portafoglio iniziale, del portafoglio strutturato o dell'operazione in derivati e ci si chiede, pertanto, se non sia opportuno valutare di inserire un riferimento che copra anche queste circostanze, o comunque meglio chiarire il concetto di "*data di scadenza*".

## 2. ARTICOLO 2 – OPERAZIONI IN STRUMENTI DERIVATI

### 2.1 Operazioni consentite (Comma 2)

La definizione di operazione di "*acquisto di collar*" di cui alla lettera (d) dispone che essa è consentita "*(omissis) solo a condizione che il relativo valore equo alla data di acquisto non risulti negativo*". Il concetto espresso in questa definizione non è di agevole comprensione e sarebbe, pertanto, auspicabile un chiarimento della norma.

Anche alla luce delle recenti controversie e del clima di incertezza attorno alle operazioni in derivati concluse dagli Enti, sopra richiamate, riteniamo possa essere utile evidenziare l'importanza di una definizione attenta dei concetti di "*valore neutro*" o "*valore negativo*" di un'operazione in derivati al momento iniziale della stipulazione, in quanto abbiamo constatato che tali concetti sono legati a complesse valutazioni economiche e si prestano ad interpretazioni divergenti.

<sup>1</sup> Conferma quanto considerato la circostanza che la documentazione *standard* pubblicata dall'*International Swaps and Derivatives Association* – (ISDA) preveda che, in caso di chiusura dello *swap*, ai fini del calcolo del *mark-to-market* si ottengano valutazioni di almeno quattro diversi operatori e si faccia la media di tali valutazioni.

In via generale, mentre è condivisibile la tesi secondo cui i contratti *swap* dovrebbero dare nel momento della loro sottoscrizione identiche probabilità ad entrambe le parti di esito positivo - ed in questo senso può parlarsi di neutralità - desta perplessità l'assunto (se è questo il senso che si vuol dare alla previsione in commento) che le operazioni in derivati debbano avere un valore pari a zero alla data di sottoscrizione. Come noto, infatti, l'operatività dell'intermediario non può prescindere dall'esistenza di un margine volto a coprire i costi e remunerare i rischi assunti. I tassi d'interesse individuati nelle operazioni in derivati riflettono, appunto, la remunerazione per l'attività dell'intermediario (che è una componente del prezzo concordato e che varia da operatore ad operatore) e sono un elemento necessario dei derivati, così come dei mutui o delle obbligazioni. Peraltro, il margine d'intermediazione di un derivato non è un guadagno per l'intermediario in quanto può ridursi o addirittura diventare negativo nel corso della vita di un'operazione, in funzione del deterioramento del credito o dell'inadempimento della controparte. Infine, è importante considerare che la normativa internazionale e nazionale impone agli intermediari coefficienti patrimoniali per coprire i rischi operativi, di mercato e di credito sopportati nel corso della loro attività. Ciò è previsto in particolare dal documento del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria "*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A revised Framework. Comprehensive Version.*" del giugno 2006 (cd. Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale o "Basilea 2"), dalla direttiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2006 relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio (c.d. *Capital Requirements Directive*) e dalla connessa direttiva 2006/49/CE del 14 giugno 2006 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, nonché - a livello regolamentare italiano - dalle "*Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*" adottate dalla Banca d'Italia con la Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 come successivamente aggiornate e integrate.

Con specifico riferimento poi ad un *interest rate collar*, desta perplessità l'assunto che il valore del *cap* debba necessariamente coincidere con quello del *floor*. È noto, infatti, che generalmente l'operazione di *interest rate collar* si giustifica in relazione ad una passività a tasso variabile, laddove la parte che sopporta il rischio di tasso può trovare conveniente assicurarsi contro possibili rialzi del tasso, acquistando un *cap* e ponendo così un limite al proprio rischio. Il costo di questa "*assicurazione*" nell'*interest rate collar* è pagato (anziché mediante una somma) con la vendita di un *floor*. In questo contesto, trattandosi di contratti aleatori, è evidente l'impossibilità di conoscere *a priori* quale sarà la curva futura dei tassi ed altrettanto evidente che il costo per l'acquisto di un *cap* (che dipende, appunto, da una serie di variabili finanziarie e di mercato) potrebbe essere diverso dal costo del relativo *floor* ed altrettanto diversi potrebbero essere i "*livelli-soglia*" di *cap* e di *floor* indicati dalle parti.

## 2.2 Criteri applicabili alle operazioni consentite (Comma 3)

Nell'ambito dei criteri individuati al comma 3 come applicabili alla tipologia di operazioni in strumenti finanziari derivati consentite ai sensi del precedente comma 2, ed in particolare:

- Con riferimento al disposto di cui alla lettera (a), secondo cui le operazioni in derivati sono effettuate solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute, si potrebbe valutare l'opportunità di chiarire, già in sede di Regolamento, che al ricorrere di tali circostanze il derivato sia risolto nel caso di un eventuale ripagamento anticipato delle passività sottostante o simile evento che comporti il venir meno di tale passività; e
- Con riferimento al disposto di cui alla lettera (b), secondo cui le operazioni in derivati debbono essere prive di ulteriori componenti derivate, potrebbe essere opportuno chiarire cosa debba intendersi per "*eventuali modifiche nella struttura dei flussi di cassa pagati o ricevuti dall'ente subordinatamente all'estinzione anticipata dell'operazione medesima*", in quanto tale concetto non risulta agevolmente comprensibile.

### 2.3 *Rating* (Comma 4)

Con riferimento al requisito che le controparti delle operazioni in derivati concluse dagli Enti abbiano un adeguato merito di credito, la norma non specifica quali siano le conseguenze di un eventuale *downgrade* o perdita di *rating*.

### 2.4 *Upfront* (Comma 5)

L'art. 3, comma 5 della Bozza di Regolamento prevede che: "*Fermo restando l'articolo 3, comma 17, della legge 24 dicembre 2003, n. 350, qualora al momento del perfezionamento dell'operazione in derivati sia previsto il riconoscimento a favore dell'ente di un upfront, questo non può essere superiore all'1% del capitale nozionale iniziale dell'operazione in derivati*" (enfasi aggiunta).

Non è chiaro il riferimento all'articolo 3, comma 17, della legge 24 dicembre 2003, n. 350 (in cui è definito il concetto di indebitamento) nell'*incipit* di questa disposizione. Si ipotizza che tale richiamo sia volto a chiarire che le operazioni in derivati non costituiscono passività e quindi non ricadono nel concetto di indebitamento. Tuttavia, potrebbe essere opportuno specificare espressamente in questa sede che le operazioni in derivati non rappresentano una passività (come peraltro già indicato dalla circolare ministeriale del 27 maggio 2004).

Inoltre, la previsione in esame potrebbe chiarire cosa si intenda per pagamento *upfront*, in particolare specificando se con tale espressione debba intendersi esclusivamente il pagamento in contanti agli Enti o se a tale versamento debbano essere equiparate altre prestazioni quali il *mirror swap* o il versamento in contanti alla controparte del derivato.

## 3. **ARTICOLO 3 - INFORMATIVA FINALIZZATA ALLA TRASPARENZA DEI CONTRATTI**

In relazione alla norma in esame, sarebbe auspicabile un coordinamento della Bozza di Regolamento con le disposizioni contenute nelle Linee Guida Interassociative e nel pendente regolamento sui clienti professionali pubblici<sup>2</sup>, e in generale, con la disciplina di recepimento in Italia della direttiva MiFID (direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari), con riferimento agli specifici obblighi informativi, nonché al rilascio di dichiarazioni ed attestazioni da parte del cliente all'intermediario che appaiono simili a quelle previste dalla Bozza di Regolamento.

Infine, al comma 3, laddove si fa riferimento alle comunicazioni trimestrali da parte dell'intermediario circa il valore equo e il costo implicito dell'operazione, si ritiene opportuno indicare in modo espresso che i criteri utilizzati per tali calcoli trimestrali sono gli stessi che l'intermediario ha utilizzato nel momento antecedente la conclusione dell'operazione (con riferimento a tali criteri si rimanda ai commenti svolti sopra).

## 4. **ARTICOLO 5 - VALIDITÀ DEL CONTRATTO**

Il regime di nullità relativa stabilito dalla Bozza di Regolamento potrebbe essere chiarito in maggior dettaglio specificando il riferimento alla violazione di determinate disposizioni richiamate in via generica, quale è il caso dell'art. 2 (si veda, in particolare, il riferimento al comma 2, lettera d) relativo all'acquisto di un "*collar*" e al comma 3, lettera (c) relativo ai "*tassi d'interesse predeterminati in maniera crescente*").

<sup>2</sup> Si allude al "*Regolamento recante definizione dei clienti professionali pubblici, criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e relativa procedura di richiesta*" previsto ai sensi dell'art. 6, comma 2-*sexies* del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, la cui bozza è stata sottoposta a consultazione dal Ministero dell'Economia e delle Finanze nel 2007 e la cui emanazione è attualmente pendente.

**5. ARTICOLO 6 – PUBBLICITÀ DEGLI ATTI**

In relazione alla norma in commento, per esigenze di maggiore chiarezza, si suggerisce di indicare in modo espresso che la violazione di tali obblighi da parte degli enti non ha impatto sulla validità dei relativi contratti derivati, così come sembra evincersi dal combinato disposto di questo articolo con l'art. 5 della Bozza di Regolamento.

**6. ARTICOLO 7 - TRASMISSIONE DEI CONTRATTI AL MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE**

Alla luce del clima di incertezza che sta interessando le operazioni in derivati concluse dagli Enti, nonché a seguito delle recenti azioni giudiziarie avviate in relazione a tali operazioni, come sopra menzionato, ci si chiede se sia opportuno valutare la possibilità che il Ministero dell'Economia e delle Finanze approvi formalmente le operazioni in derivati da concludersi da parte degli Enti.

Al riguardo , può essere richiamato il disposto di cui all'art. 17, comma 32 del decreto legge 1° luglio 2009, n. 79 che - nelle more dell'emanazione del Regolamento - autorizza alcune regioni, al ricorrere di alcune condizioni, a ristrutturare operazioni in derivati concluse in relazione al debito sanitario regionale con la preventiva autorizzazione da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Soprattutto in una prima fase dell'applicazione del Regolamento, si ritiene che un tale vaglio preventivo da parte del suddetto Ministero possa essere di aiuto agli Enti ed alle loro controparti al fine di meglio comprendere la tipologia di informazioni che dovranno essere rese in relazione alle operazioni e gli altri adempimenti previsti nella Bozza di Regolamento.

\*\*\*

Ci auguriamo che quanto sopra possa fornire un contributo utile in vista della finalizzazione del Regolamento e restiamo a disposizione per discutere le considerazioni sopra esposte, nonché gli ulteriori profili di riflessione che riteniate possa essere opportuno approfondire. In tal senso, potete far riferimento al seguente contatto presso lo studio Allen & Overy:

G. Massimiliano Danusso (e-mail: [massimiliano.danusso@allenoverly.com](mailto:massimiliano.danusso@allenoverly.com); tel. +39 06 684271)

**Allen & Overy**