



**SCHEMA DI REGOLAMENTO 23 SETTEMBRE 2009 (LO “SCHEMA DI REGOLAMENTO”) DI
ATTUAZIONE DELL'ARTICOLO 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.**

OSSERVAZIONI ANCI

1) COMMENTO GENERALE

La premessa da cui partire per fornire una valutazione di carattere generale del provvedimento è che esso si prefigge lo scopo di assicurare un utilizzo responsabile e “informato” dei prodotti derivati da parte degli Enti per fini di gestione del debito.

Dal punto di vista della consapevolezza da ingenerare nell'ente il regolamento ha di certo perso un'occasione. Il regolamento continua infatti a consentire agli enti di stipulare contratti derivati sulla base di documentazione contrattuale non dedicata a tali soggetti nonché redatta in lingua straniera e regolata da leggi straniere (inevitabilmente non familiari all'ente). A tutela dei Comuni si ritiene preferibile far prevedere dal regolamento che i derivati stipulati dagli enti seguano un modello standard avente le seguenti caratteristiche: a) appositamente dedicato agli enti; b) redatto in lingua italiana; c) regolato dal diritto italiano; e d) sottoposto alla giurisdizione del giudice italiano. A tal fine si riterrebbe pertanto fondamentale che lo stesso Ministero dell'Economia e delle Finanze si facesse carico della predisposizione di un modello contrattuale specificamente pensato per la realtà degli enti locali italiani.

Si ricorda inoltre che, il principio che auspicabilmente dovrebbe ispirare l'impiego di tali prodotti riguarda la convenienza economica.

Da quest'ultimo punto di vista, il parere dell'ANCI è che lo schema di regolamento, pur rappresentando un passo avanti rispetto alla situazione normativa precedente, affronta ancora in maniera parziale il problema. Più esplicitamente, se il fine è consentire l'utilizzo dei prodotti derivati nei casi in cui rappresentino una “convenienza economica” per l'Ente, una valutazione del raggiungimento di tale fine è costituita da due aspetti inscindibili:

- i) il costo da sostenere nei confronti dell'intermediario per la sottoscrizione del contratto;
- ii) l'efficacia del contratto rispetto al raggiungimento dei fini economici dell'Ente.

Per quanto riguarda il costo da sostenere nei confronti dell'intermediario per la sottoscrizione del contratto, il concetto di *fair value* cui si fa riferimento nel testo non tiene conto del fatto che in

contratti *over-the-counter* (come sono tutti quelli oggetto del provvedimento) tale concetto non può prescindere dalla valutazione del rischio di controparte caricato dalla banca e delle commissioni.

Non richiedere che queste componenti di valore siano dichiarate e quantificate esplicitamente dall'intermediario significa continuare ad accettare che tali componenti di costo siano di fatto nascoste nei termini del contratto. In questo modo le commissioni e i costi imposti dai diversi intermediari non saranno espliciti, con la conseguenza di non consentire un confronto tra i diversi intermediari che li metta in concorrenza tra loro.

Per quanto riguarda l'efficacia dell'utilizzo dei derivati, la normativa attinge alla metodologia di analisi quantitativa proposta dalla Consob e in via di applicazione ad altre forme di investimento. La scelta operata appare limitativa rispetto alle metodologie esistenti, in quanto da sola non sembra centrare l'obiettivo di fornire agli enti uno strumento di comprensione del funzionamento delle operazioni in derivati e dei rischi insiti in questa tipologia di operazioni.

Si rileva che il metodo utilizzato di presentare gli scenari di probabilità del valore a scadenza del portafoglio strutturato a confronto con quelli del portafoglio iniziale non sembra a prima vista rispondere agli obiettivi perseguiti, non essendo le finalità di copertura sottese alle operazioni degli enti locali così linearmente esprimibili in termini di semplici probabilità di successo o meno dell'operazione, alla stregua di operazioni di investimento quali assolutamente non sono. Gli scenari presentati inoltre non tengono conto in alcun modo della situazione complessiva di portafoglio dell'amministrazione interessata, che può fortemente influenzare l'effettuazione dell'operazione che viene valutata, ad esempio perché questa si trova fortemente sbilanciata verso l'una o l'altra tipologia di indebitamento.

Sarebbe senz'altro più utile prevedere anche che l'effettuazione delle operazioni fosse preceduta da un'analisi della situazione debitoria complessiva, dalla quale emerga l'opportunità di operazioni di gestione, accompagnata da analisi di sensitività delle strutture proposte, implementate da scenari deterministici legati agli effetti delle variazioni delle condizioni del mercato dei tassi sull'operazione in derivati e sull'intera situazione debitoria dell'ente, al fine di evidenziare l'utilità o meno della sottoscrizione del contratto nell'attività di gestione delle passività finanziarie.

Infine, per quanto riguarda le limitazioni che il regolamento impone circa l'utilizzo dei derivati, appare una certa dissonanza tra la scelta di delimitare le tipologie di prodotto derivato che possono essere sottoscritte dall'Ente e il fatto che in tutto lo schema di regolamento non si faccia mai riferimento al principio che l'Ente debba utilizzare i derivati per fini di copertura e gestione del debito e non di speculazione, non essendo sufficiente la limitazione delle tipologie per realizzare l'obiettivo di diminuire il rischio nell'utilizzo di tali prodotti.

Sulla base di quanto precede sono formulate le proposte di modifica descritte al successivo paragrafo 2.

2) PROPOSTE DI MODIFICA AL TESTO DEL REGOLAMENTO (E RELATIVE MOTIVAZIONI)

A. Articolo 1 (*Ambito di applicazione e definizioni*)

- I. Comma 1. Si propone di eliminare le parole “implicite o esplicite” (facendo quindi riferimento alle componenti derivate *tout court*).

MOTIVAZIONE

Nel comma in oggetto si delimita l’ambito di applicazione del regolamento, prevedendo che esso individui la tipologia di strumenti finanziari derivati che gli Enti hanno facoltà di utilizzare, vietando l’uso di tutto ciò che non è espressamente contenuto nel regolamento. Tra gli oggetti rientranti nell’ambito di applicazione del regolamento ci sono anche le componenti derivate di contratti di finanziamento. Il dettato della norma però fa riferimento a componenti derivate esplicite e implicite, ingenerando una confusione sulla reale estensione dell’ambito di applicazione del regolamento. Nella terminologia finanziaria, infatti, le componenti derivate implicite rappresentano degli elementi di un negozio che contengono al loro interno una posizione automaticamente assunta da uno dei contraenti. Ad esempio, nei contratti *over-the-counter* le parti si assumono un rischio di credito che è rappresentato da una posizione implicita in un derivato di credito. Poiché tale tipo di derivato non è esplicitamente trattato dal regolamento, lasciando così la norma si impedirebbe ai Comuni la possibilità di stipulare contratti derivati *over-the counter*. La confusione nasce dal fatto che lo spirito della norma è quello di trattare sia i contratti derivati, sia quelli che pur avendo tale natura, non sono correttamente esplicitati all’interno di contratti di finanziamento. In tal senso, il carattere implicito della componente derivata dipende non dalla sua natura oggettiva, ma dalla capacità o dalla volontà dei contraenti di renderla tale.

- II. Comma 3 (lettera b). Si propone di eliminare le parole “implicite o esplicite”.

MOTIVAZIONE

Si veda la motivazione descritta sopra (i.e. sub I).

- III. Comma 3 (lettera f). Si propone di modificare la definizione di “data di scadenza” prevedendo che tale termine indichi “la data di scadenza dell’operazione in derivati”.

MOTIVAZIONE

L’attuale formulazione del testo riferisce il termine data di scadenza alla passività finanziaria sottostante (forse in ragione del fatto che lo strumento derivato per legge non può superare tale

scadenza). Tuttavia dal momento che la durata del derivato può anche essere inferiore a quella della passività sottostante si suggerisce di riferire la data di scadenza appunto alla data di scadenza dell'operazione in derivati.

- IV.** Comma 3 (lettera i). Si propone di modificare la definizione di “*upfront*” come segue: “l'eventuale flusso di cassa dell'operazione in derivati che viene regolato al momento della conclusione dell'operazione stessa”.

MOTIVAZIONE

L'*upfront* viene definito con riferimento a tutto il portafoglio finanziario, mentre esso riguarda, così come peraltro sancito dallo stesso articolo 62 del dl 112/08, “l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate” e va quindi riferito alla sola operazione in derivati e non anche alle altre componenti del portafoglio strutturato.

- V.** Comma 3 (lettera l). Si propone di modificare la definizione di “valore a scadenza del portafoglio finanziario iniziale o strutturato” come segue: “il valore a scadenza del portafoglio finanziario iniziale o strutturato o dell'operazione in derivati: il valore dei flussi di cassa del portafoglio finanziario iniziale o strutturato o dell'operazione in derivati capitalizzati alla data di scadenza”.

MOTIVAZIONE

La definizione di “valore a scadenza del portafoglio finanziario iniziale o strutturato” non appare completa, in quanto viene rappresentata come semplice somma dei flussi di cassa, mentre andrebbe specificato che tale valore si ottiene per capitalizzazione di tali flussi.

- VI.** Comma 3 (lettere m) ed n). Si propone di eliminare tali lettere e di sostituire il termine “costo implicito” contenuto anche in altre parti del regolamento (ivi incluso l'allegato) con quello di “valore a scadenza”.

MOTIVAZIONE

Il termine “costo implicito” qui utilizzato rischia di creare confusione in quanto rappresenta presumibilmente una traduzione letterale dall'inglese “*implicit interest rate*”, che è dato dalla differenza espressa in percentuale tra una grandezza a termine ed una a pronti, e non il costo occulto dell'operazione in derivati così come è stato rappresentato spesso dalla stampa. La soluzione proposta mira pertanto ad evitare l'ingenerarsi di tale confusione. Per quanto riguarda

l'eliminazione della lettera n), essa è dovuta alla riformulazione della definizione di valore equo proposta al successivo punto VII.

VII. Comma 3 (dopo la lettera l). Si propone di inserire dopo la lettera l (come riformulata ex V) ed avendo eliminato le lettere m) ed n), le seguenti definizioni:

“m) valore equo (c.d. *fair value*): il valore atteso a scadenza dell'operazione in derivati attualizzato ad una data di riferimento.”

“n) premio per il rischio di controparte: ammontare applicato dall'intermediario al cliente per l'assunzione del rischio di insolvenza della controparte prima della data di scadenza dell'operazione in derivati, espresso in Euro o in percentuale del valore nozionale dell'operazione”;

“o) commissioni o spese di caricamento: ammontare addebitato dall'intermediario al cliente per le spese di strutturazione e gestione dell'operazione in derivati (ivi inclusi eventuali costi connessi con il declassamento dell'intermediario ai sensi dell'articolo 2, comma 4), espresse in Euro o in percentuale del valore nozionale dell'operazione”;

”p) costo di estinzione anticipata: ammontare addebitato dall'intermediario alla controparte in caso di estinzione anticipata dell'operazione in derivati su richiesta di quest'ultima, espresso in Euro o in percentuale del valore nozionale alla data di estinzione dell'operazione.”

MOTIVAZIONE

Il concetto di *fair value* cui si fa riferimento nel testo non tiene conto del fatto che in contratti *over-the-counter* (come sono tutti quelli oggetto del provvedimento) tale concetto non può prescindere dalla valutazione del rischio di controparte caricato dalla banca e delle commissioni. La modifica mira ad esplicitare queste componenti di valore affinché siano dichiarate e quantificate esplicitamente dall'intermediario (e non di fatto nascoste nei termini del contratto). Esplicitando le commissioni e i costi imposti dai diversi intermediari si consentirà all'ente di operare un confronto tra i diversi intermediari che li metta in concorrenza tra loro.

B. Articolo 2 (Operazioni in strumenti derivati)

Nell'elenco delle operazioni consentite, queste rimangono lo swap di tasso di cambio, swap di tasso d'interesse, acquisto di *FRA*, acquisto di *CAP*, acquisto di *Collar*; rispetto alla precedente normativa vengono eliminate le lettere *e*) (combinazioni di cui ai punti precedenti) ed *f*), (swap di ristrutturazione del debito). Da chiarire se l'eliminazione in particolare del punto e) della precedente normativa debba appunto escludere le combinazioni degli strumenti consentiti, posto che nelle definizioni, per portafoglio finanziario iniziale, si intende non solo la passività finanziaria sottostante, ma anche le eventuali operazioni già stipulate su tali passività. Se

pertanto sembra possibile effettuare una nuova operazione su una posizione che incorpora già un derivato, non si spiegherebbe il divieto di porre in essere un'operazione che includa due delle tipologie consentite (es. trasformazione in variabile + acquisto di Cap o collar).

- I. Articolo 2, Comma 3, lettera a).** Si propone di inserire, dopo le parole “passività effettivamente dovute” le parole “, con finalità di copertura dei rischi e non con finalità speculative”

MOTIVAZIONE

L'inserimento del riferimento alla finalità di copertura dei rischi intende esplicitare il divieto per gli enti di stipulare derivati speculativi recependo anche l'orientamento espresso sul punto dalla Corte dei Conti.

- II. Articolo 2, Comma 4.** Si propone di inserire dopo le parole “vigilanza bancaria dell'Unione Europea.” le parole “Il *rating* minimo dell'intermediario sopra indicato deve sussistere per tutta la durata del contratto. Ciascun contratto relativo alle operazioni in derivati prevederà, in caso di declassamento del *rating* dell'intermediario nel corso dell'esecuzione del contratto, alternativamente (a) che l'ente abbia la facoltà di risolvere anticipatamente il contratto, ovvero (b) che l'intermediario sia tenuto a rilasciare adeguate garanzie.”

MOTIVAZIONE

Il testo prevede che gli enti concludano operazioni in derivati esclusivamente con soggetti dotati del *rating* ivi previsto. Il requisito del *rating* sembra quindi rilevare, nell'ambito della previsione, soltanto ai fini e nel momento della stipula del contratto derivato. In proposito si rileva tuttavia che la norma non precisa cosa accade se il *rating* della controparte dell'ente subisce un declassamento (c.d. *downgrading*) successivamente alla conclusione del contratto.

La proposta mira appunto a regolare l'ipotesi di perdita del *rating* richiesto dopo la stipula, proponendo due possibilità alternative a scelta delle parti.

C. Articolo 3 (Informativa finalizzata alla trasparenza dei contratti)

- I. Articolo 3 comma 1.** Si propone di inserire, dopo le parole “Le operazioni in derivati sono informate alla massima trasparenza.” le parole “I contratti relativi alle operazioni in derivati sono redatti in lingua italiana, regolati dal diritto italiano e seguono il modello

dedicato agli enti di cui all'articolo 1 comma 1, [allegato sub • al presente regolamento/che sarà approvato mediante successivo decreto del Ministero dell'economia e delle finanze]”.

MOTIVAZIONE

Il disposto prevede attualmente che i contratti che regolano operazioni in derivati comprendano un allegato redatto in lingua italiana, contenente una serie di informazioni specificate nell'articolo stesso. In pratica, una volta esaurito l'obbligo di allegare al contratto quanto previsto dal regolamento, gli enti restano liberi di stipulare i contratti derivati sottoscrivendo contratti standard internazionali (e.g. ISDA) o comunque non domestici, non “dedicati” a tali soggetti, redatti in lingua straniera e regolati da leggi straniere. A tutela dei Comuni si ritiene assolutamente necessario far prevedere dal regolamento che i derivati stipulati dagli enti seguano un modello standard avente le seguenti caratteristiche: a) appositamente dedicato agli enti; b) redatto in lingua italiana; c) regolato dal diritto italiano; e d) sottoposto alla giurisdizione del giudice italiano. Tale soluzione mira a rendere più agevole la comprensione dei contratti da parte dei Comuni, a garantire agli enti l'applicabilità al rapporto del diritto italiano, ad allineare la disciplina sul punto ad altri paesi dell'Unione Europea (come la Germania) e, in ultimo ad evitare che le informazioni dettagliate all'articolo 3 (in lingua italiana) siano allegate ad un contratto “straniero”.

- II. Articolo 3, Comma 1, lett. a).** Si propone di sostituire l'articolo 3, comma 1, lettera a) come segue: “gli elementi indicati nelle lettere da c) a f), il valore atteso degli elementi indicati nelle lettere da g) a l), esclusa la lettera i), ed i valori degli elementi contenuti alla lettera i) e dalla lettera n) alla lettera p) dell'articolo 1, comma 3, come definiti nel medesimo comma”.

MOTIVAZIONE

La modifica si rende necessaria a fini di coordinamento in virtù delle modifiche apportate all'Articolo 1 Comma 3.

- III. Articolo 3, Comma 1, lett. d).** Si propone di sostituire il termine “costo implicito” con il termine “valore a scadenza”.

MOTIVAZIONE

Si rinvia sul punto al paragrafo 2, lettera A) punto VI.

D. Articolo 4 (*Dichiarazione del contraente*)

- I. Articolo 4:** Si propone di inserire, alla fine dell'attuale formulazione dell'articolo 4, le parole "fermo restando che con riferimento ai prodotti finanziari oggetto del presente regolamento i Comuni sono classificati come "clienti al dettaglio" ai sensi della Direttiva 2004/39/CE. Sono fatte salve in ogni caso eventuali procedure finalizzate alla qualificazione dei comuni come clienti professionali pubblici che dovessero essere previste dal regolamento di recepimento della direttiva 2004/39/CE in materia di investitori pubblici".

MOTIVAZIONE

L'integrazione del testo mira a garantire ai Comuni che ai fini della direttiva MIFID, gli stessi siano trattati come clienti al dettaglio (*retail*) per tutti i servizi connessi ai prodotti oggetto del regolamento, preservando peraltro la possibilità per taluni di esperire le procedure previste dalla bozza di regolamento citata al fine di qualificarsi come clienti professionali pubblici.

E. Articolo 6 (*Pubblicità degli atti*)

- I. Articolo 6, Comma 1.** Si propone di aggiungere alla fine del comma 1 le parole che seguono: "A tal fine l'intermediario finanziario, ove l'ente lo richieda, fornisce all'ente stesso mediante documentazione sottoscritta dall'intermediario, le informazioni indicate ai commi 2 e 4, unitamente ad una relazione contenente i dati di mercato utilizzati per le relative valutazioni."

MOTIVAZIONE

La previsione mira a consentire ai Comuni, che lo reputino necessario, di adempiere all'obbligo di pubblicità imposto dall'articolo 6, avvalendosi dell'ausilio degli intermediari finanziari. In questo modo, si attenua l'onere informativo posto a carico di quei Comuni che non dovessero disporre degli strumenti tecnici e delle metodologie necessarie a soddisfare tali obblighi.

- II. Articolo 6, Comma 2, lettera d).** Si propone di sostituire il comma 2 la lettera d) "il valore previsto dei flussi di cassa dell'operazione in derivati nel periodo considerato dal bilancio" con il seguente testo: "il valore previsto al momento della stipula dell'operazione in derivati dei flussi di cassa nel periodo considerato dal bilancio".
- III. Articolo 6, Comma 4, lettera d).** Si propone di eliminare al comma 4 lettera d) le parole "e gli scostamenti rispetto al loro valore previsto indicato nella nota allegata al bilancio di previsione").

MOTIVAZIONE

In entrambi i casi, le modifiche proposte mirano a rendere più coerenti le finalità di pubblicità perseguite con la nota informativa allegata al bilancio. Nel primo caso, si specifica che l'informazione fondamentale è quella relativa ai flussi di cassa previsti al momento della stipula dell'operazione, mentre è facoltà di chi redige il bilancio aggiornare tale dato. Nel secondo caso, l'indicazione dello scostamento appare ridondante rispetto ad informazioni già disponibili.

F. ALLEGATO 1

Si propone la sua rivisitazione per tenere conto delle osservazioni contenute nel paragrafo 1) di questa nota.