



EMILIA ROMAGNA

C/O Servizio Finanziario del Comune di Reggio Emilia

Tel. 0522 456424

Sito internet: www.cesfel.it

OSSERVAZIONI del Ce.S.F.E.L. Emilia Romagna sullo schema di regolamento 23 settembre 2009 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.

PREMESSA

La realtà degli Enti Locali dell'Emilia Romagna è notoriamente connotata da elevato dinamismo e attenzione alle innovazioni, e per questo motivo già dal 2003 si è avvertita l'esigenza di approfondire le principali tematiche finanziarie legate all'indebitamento e alla realizzazione degli investimenti, la cui crescente complessità rischiava di porre gli enti in una situazione di eccessiva asimmetria informativa nei confronti delle controparti bancarie.

Si è scelto lo strumento della Convenzione ex. Art. 30 del D. Lgs. 267/2000, attraverso la quale è stato costituito Il Centro Servizi Finanza e Investimenti Enti Locali Emilia Romagna, ufficio associato per la gestione in forma congiunta dei servizi di assistenza, supporto, formazione, studio e consulenza agli Enti Locali aderenti in materia di Finanza e di strumenti innovativi di finanziamento degli investimenti, con sede presso il Servizio Finanziario del Comune di Reggio Emilia.

Alla Convenzione, stipulata nel 2003 e rinnovata ad inizio 2009, aderiscono attualmente 23 enti dell'Emilia Romagna, di cui 7 Province, 15 Comuni Capoluogo o con popolazione superiore a 30.000 abitanti e una Unione di Comuni. Aderiscono inoltre, sotto forma di partnership operativa, ANCI e UPI Emilia Romagna.

Nell'attività svolta a favore degli enti associati il Ce.S.F.E.L. ha avuto modo di approfondire le tematiche della finanza derivata, in particolar modo dal punto di vista tecnico-finanziario, dotandosi degli strumenti informatici e di accesso ai mercati necessari per le valutazioni finanziarie e confrontandosi frequentemente anche con gli Intermediari Finanziari, controparti degli enti in queste operazioni.

Ci auspichiamo pertanto che l'esperienza maturata possa risultare utile, tramite la presente consultazione, al processo di definizione del dettato normativo.

OSSERVAZIONI

Nel dettaglio si formulano le seguenti osservazioni:

Art. 1)

Le prime difficoltà si riscontrano a partire dalle **definizioni**, che risultano **poco intelligibili** e difforni dalla terminologia cui gli enti locali erano abituati. Ad esempio per **costo implicito** dell'operazione si era abituati a considerare una sorta di margine di intermediazione, per cui l'operazione, non configurandosi come una scommessa tra due controparti che si assumono rischi speculari, ma come un **servizio finanziario** prestato per la banca a rischio neutro, non presenta alla data di partenza, se calcolata ai valori di mercato puri, valore esattamente nullo, ma leggermente negativo per l'ente, in ragione di tale **margine di intermediazione**, definito appunto "costo implicito" o, più impropriamente, "costo occulto". Nella attuale formulazione il **costo implicito diventa il "valore a scadenza dei flussi di cassa dell'operazione in derivati"**, venendosi a determinare in questo modo una sorta di distinzione in base alle tipologie; ad esempio le trasformazioni in tasso fisso avranno tendenzialmente costo implicito positivo, mentre le trasformazioni in tasso variabile e l'acquisto di cap (corrisposto in spread sul nozionale) avranno costo implicito negativo. Anche la **definizione di valore equo** appare un po' **macchinosa** ("valore atteso del costo implicito dell'operazione, attualizzato ad una data di riferimento"), introducendo un concetto, quello del "valore atteso" di uso non comune per gli Enti Locali, e del quale non si fornisce, al pari di altre definizioni, una precedente enunciazione. Anche il riferimento, per quanto riguarda tutte le elaborazioni, della data di scadenza della passività finanziaria sottostante appare eccessivo, essendo probabilmente sufficiente riferire l'analisi alla durata dell'operazione in derivati (per la parte eccedente portafoglio finanziario iniziale e strutturato coincidono, e pertanto i relativi flussi si elidono).

Si segnala infine che la definizione da up front fornita alla lettera i) del comma 3 potrebbe ingenerare equivoci, essendo citato a riguardo il "flusso di cassa del portafoglio finanziario strutturato", comprendente quindi anche la passività sottostante, quando risulta ovvio che per *up front* debba intendersi il flusso di cassa riferito alla sola operazione in derivati, e non anche alle altre componenti del portafoglio strutturato, incassato al momento del perfezionamento. Peraltro su questo versante si sarebbe ritenuto più coerente eliminare completamente questa fattispecie, che rappresenta un premio di liquidità legato al passivo non compatibile con le finalità a cui devono essere improntate le operazioni degli enti locali.

Art. 2)

Venendo alle 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). **Per quanto riguarda l'acquisto di Collar si subordina la possibilità di effettuare l'operazione** ad una condizione non richiesta per le altre tipologie, ovvero che **“il relativo valore equo alla data di acquisto risulti non negativo”**. Riguardo a questa formulazione diversi aspetti non risultano chiari; in primo luogo volendo ricercare l'elemento che differenzia questa tipologia da quelle precedenti, giustificando in tal modo maggiori vincoli, questo è che **il “Collar” è l'unica tipologia attraverso la quale è consentita all'Ente la vendita di un'opzione (floor)**. Giova ricordare che **la vendita di opzioni, a fronte di un beneficio massimo certo (valore dell'opzione) espone l'ente a costi incerti**, che possono essere anche ingenti, e per questo motivo nella normativa in vigore antecedentemente all'art. 62, ed in particolare nel Decreto 389/2003, come specificato dalla circolare esplicativa 27/5/2004, la vendita del floor era **“consentita unicamente al fine di finanziare la protezione al rialzo dei tassi d'interesse fornita dall'acquisto del cap”**. In questo modo il ricavato dalla vendita di opzioni doveva necessariamente essere destinato all'acquisto di altre opzioni (di copertura dal rialzo dei tassi), compensando in un certo modo i rischi assunti. **Nello Schema di regolamento** proposto si dice invece che **il valore equo del collar deve risultare alla data di acquisto non negativo**; considerato che il valore equo dell'operazione è dato dal valore atteso del costo implicito dell'operazione in derivati, e che il costo implicito è dato dal valore a scadenza del differenziale tra i flussi di cassa del portafoglio finanziario strutturato e i flussi di cassa del portafoglio finanziario iniziale, comprensivo come si è detto di eventuali operazioni preesistenti, il limite del valore equo non negativo sembra perdere parzialmente significato, essendo tendenzialmente riferibile anche alle altre tipologie. **Valore equo non negativo significa** infatti, secondo le definizioni dell'art.1, **valore del portafoglio strutturato in linea con quello iniziale**, e questo, margini di intermediazione a parte, sarebbe in linea di principio auspicabile per tutte le tipologie. **Non viene quindi salvaguardato l'elemento di particolare rischio finanziario associato al collar**, e il valore del floor venduto, unica contropartita ceduta dall'ente in uno zero cost collar, sembra poter essere utilizzato anche per riequilibrare l'eventuale valore negativo del portafoglio finanziario di partenza. Ulteriore elemento da chiarire è chi debba dichiarare e sotto quale responsabilità, che tale valore equo, alla data di sottoscrizione, “risulta” non negativo.

Il comma 3 del medesimo art. 2 pone ulteriori specificazioni riguardo alle operazioni finanziarie derivate stipulate dagli enti locali, in parte già presenti nella precedente normativa ed ampiamente condivisibili. **Rimangono incerte solamente le seguenti formulazioni:**

- Alla lettera b) si dice: sono 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", e non è chiaro il significato della frase virgolettata.

- La lettera c) impone che **le operazioni non prevedano a carico dell'ente tassi d'interesse predeterminati in maniera crescente**; è da chiarire cosa debba intendersi per "predeterminati" e pertanto la portata di questa previsione. Se letteralmente sembra infatti chiaro che non è possibile trasformare il tasso variabile in un tasso fisso scalettato in maniera crescente, **non è altrettanto chiaro come ci si debba comportare di fronte ad un collar con floor crescente**, posto che ad essere predeterminati non sono i tassi a carico dell'ente, ma le soglie di esercizio dell'opzione. Allo stesso modo per la trasformazione in variabile di un tasso fisso l'analisi dei flussi attesi sconta, in condizioni normali, tassi attesi crescenti a carico dell'ente, che seppure non determinati, sono alla base del calcolo. **Quindi non si potrebbe trasformare un tasso variabile in un tasso fisso crescente che segua, mitigandolo, il profilo crescente dei tassi attesi del finanziamento sottostante, ma si può trasformare il tasso fisso in variabile, operazione che assume come base il crescere dei tassi a breve.**

- La lettera e) prevede che i flussi ricevuti dagli enti nell'operazione in derivati replichino quelli pagati **nella passività finanziaria sottostante**: questo discorda con le definizioni di cui all'art. 1, che vedono il portafoglio finanziario strutturato costruito a partire dal portafoglio finanziario iniziale, comprendente anche le eventuali operazioni già sottoscritte o le componenti derivate presenti sulle medesime passività oggetto dell'operazione.

Il comma 4, per quanto riguarda il rating degli intermediari necessario al fine della conclusione delle operazioni, introduce in luogo dei più diffusi riferimenti (scale adottate da Standard & Poor's, Fitch, Moody's) la **scala di valutazione del merito di Credito prevista dalla Direttiva 2006/48/CE**, e il **riconoscimento ECAI della Banca d'Italia** in luogo delle 3 principali agenzie di rating presenti sul mercato internazionale. La valutazione dell'amministrazione risulta in quest'ambito ulteriormente complicata. **Si rileva inoltre 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.

Art. 3)

L'art. 3 tratta dell'**informativa finalizzata alla trasparenza dei contratti**, nella quale si riflette **l'approccio metodologico** scelto per indirizzare gli enti verso la comprensione dell'effettiva convenienza delle operazioni in derivati sottoposte a giudizio. 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. Si sarebbe ritenuto senz'altro più utile prevedere 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 che evidenzino i rischi in termini di flussi ed eventualmente le relative probabilità implicite. **La tabella riportata in allegato allo Schema di regolamento**, anche valutata con l'ausilio degli esempi riportati nella Nota Tecnica dell'Audizione del Direttore Generale Consob presso la IV Commissione "Finanze e Tesoro" del Senato del 18 marzo 2009 ("indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche Amministrazioni") **risulta poco comprensibile e di dubbio ausilio nel processo di comprensione dell'operazione**. Per quanto riguarda la completa "*disclosure*" del fair value dell'operazione da parte degli Istituti, pur con qualche dubbio sulla univocità di tali calcoli (due istituti potrebbero riportare per la medesima operazione valori diversi sul fair value), sarebbe utile richiedere agli intermediari, in linea con le definizioni di "fair value e valore di smobilizzo" contenute nella comunicazione CONSOB 9019104 e con quanto già previsto dalla Direttiva MIFID, **la suddivisione del valore equo tra: a) Mark to market calcolato a valori di metà mercato, b) costi di copertura denaro/lettera, c) margine di intermediazione**.

Si rimarca però il fatto che si sia persa l'ennesima occasione per fornire **indicazioni utili alla trasparenza nella selezione delle controparti**; la compressione dei margini di intermediazione, e quindi anche **il miglioramento del fair value delle singole operazioni passa sicuramente anche attraverso una sana competizione tra controparti**, mentre nel regolamento l'argomento non è trattato, così come nulla si dice, al di fuori dell'allegato di cui all'art. 3, di tutti gli **altri importanti aspetti del contratto meritevoli di una disciplina unitaria**, in virtù delle **specificità dell'interlocutore pubblico** rispetto al contesto privatistico in cui i principali contratti standard utilizzati dagli intermediari si sono formati (Es. ISDA, EMA o altri contratti di diritto privato). Per fare un esempio non esaustivo si possono citare le clausole di recesso, le modalità di calcolo del valore di uscita dall'operazione, gli effetti sul contratto del dissesto finanziario dell'ente.

Art. 4)

L'art. 4 dello schema di regolamento, riprendendo il comma 4 dell'art. 62 DL 112/2008, richiede che in calce al contratto 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; pur ritenendosi ovviamente imprescindibile la comprensione dell'operazione per addivenire alla sua sottoscrizione, la semplice dichiarazione prestata ad opera del firmatario, priva di alcuna verifica oggettiva, al pari di quanto avveniva in precedenza con la dichiarazione di operatore qualificato, non sembra da sola idonea a raggiungere lo scopo. A tal fine sarebbe forse più utile individuare criteri legati all'esperienza e alla professionalità in campo

finanziario del personale presente nell'organico dell'ente interessato o in strutture associate a cui lo stesso si appoggi.

Allegato

Si propone la sua eliminazione o completa rivisitazione in quanto l'approccio probabilistico proposto non risulta adatto alla realtà degli enti locali e alle specifiche finalità che le operazioni in derivati devono rivestire per questi ultimi. Sarebbe pertanto più utile proporre approfondite analisi della situazione debitoria complessiva dell'ente, 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.

Ce.S.F.E.L. Emilia Romagna

Tel. 0522 456424

Sito internet: www.cesfel.it