

## AssoFinance

viale Brianza, 20 - 20127 Milano  
n° verde 800910615 tel: 02.67.10.12.94 fax: 02.66.97.897  
[info@assofinance.eu](mailto:info@assofinance.eu) [www.assofinance.eu](http://www.assofinance.eu)

via mail

Spett.le Ministero dell'  
Economia e Finanze  
Dipartimento  
del Tesoro  
Direzione  
II- Ufficio IV  
[Consultazione.derivatientilocali@tesoro.it](mailto:Consultazione.derivatientilocali@tesoro.it)

### OSSERVAZIONI AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

**“Schema di regolamento ministeriale di attuazione  
dell’articolo 62 del D.L. 25 giugno 2008, n°112, convertito con  
modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n°113, come  
sostituito dall’art 3 della  
L. 22 dicembre 2008, n°203”**

#### **PREMESSA**

Assofinance è una delle due associazioni, insieme a N.A.F.O.P., che rappresenta i consulenti finanziari disciplinati dagli art. 18-bis e 18-ter del T.U.F., che operano professionalmente ed esclusivamente nel rigoroso rispetto del requisito di indipendenza, nonché alcune società che operano professionalmente nella diagnostica quali-quantitativa degli strumenti finanziari e diversi professionisti iscritti in altri tradizionali albi professionali (avvocati, dottori commercialisti e revisori).

Partecipiamo con vivo interesse a questa consultazione in quanto, per il tramite delle società associate abbiamo maturato una vasta esperienza sul tema estesa ad una analisi su oltre 500 contratti (valore

nozionale complessivo stimato prudenzialmente in oltre 11 miliardi di euro), di tutte le tipologie (compresi i derivati di credito- quali i “*credit default swaps*” - associati agli “*amortizing swap*” nei prestiti obbligazionari), sottoscritti con intermediari esteri ed italiani da decine di enti pubblici e locali di tutte le dimensioni (dai comuni italiani piccolissimi come Polino in Umbria fino alle grandi Regioni).

La diagnostica è stata estesa oltre al tradizionale “*reverse engineering*” tecnico e quantitativo, anche a numerose “*due diligence*” legali e contrattuali prendendo in considerazione tutta la modulistica (“*accordi quadro*” o “*master agreement*” nei diversi standard proposti, “*confirmations*”, “*term sheets*”, ma anche presentazioni, schede prodotto ecc.), le verifiche di convenienza economica sulle ristrutturazioni del debito (ai sensi art. 41-bis, comma secondo, L. 448/2001) operate mediante strumenti derivati, la sostanziale adeguatezza e congruità delle operazioni in rapporto ai debiti ed all’eventuale rischio “*cash flow*”.

Nostri associati, oggi, ricoprono incarichi di consulenti tecnici, o ausiliari della Guardia di Finanza, per 5 Procure della Repubblica che stanno indagando sul fenomeno.

Infine Assofinance, insieme a NAFOP ed AIAF<sup>1</sup> in data 6 maggio ha partecipato, sia depositando una memoria che come soggetto auditato, avanti alla VI Comm. Finanze del Senato nella nota Indagine Conoscitiva sulla diffusione degli strumenti derivati nelle pubbliche amministrazioni.

## **OSSERVAZIONI**

Le nostre osservazioni si basano soprattutto sulle esperienze maturate e le criticità osservate direttamente nelle attività di consulenza e diagnostica finanziaria e tenendo conto, delle frequenti occasioni di scambi di opinione e confronto con una vasta platea di soggetti interessati a vario titolo (“*in primis*” i decisori degli Enti Pubblici ed i soggetti “*arranger*” delle operazioni), sia le altre istituzioni che stanno affrontando il problema (Consob, Corte dei Conti, Autorità Giudiziaria sia in sede civile che penale, organi di P.G. e P.T., i rappresentanti degli Enti quali ANCI, ANUTEL ecc.).

---

<sup>1</sup> Associazione Italiana Analisti Finanziari. Tale associazione ha creato un gruppo di studio interdisciplinare che studia l’impatto della finanza derivata sugli Enti pubblici di cui Assofinance è uno dei relatori.

Innanzitutto apprezziamo che la bozza tiene conto dell'importante sforzo dell'"authority" di vigilanza per il concreto perseguimento dei criteri di correttezza e trasparenza nei servizi di investimento. Tale attività di "enforcement" iniziata con la nota Comunicazione DIN 9019104 del 2 marzo 2009, ha trovato efficace e metodologica puntualizzazione al caso specifico nella c.d. "nota tecnica" allegata all' audizione del direttore generale della Consob presso la VI Comm. finanze del Senato relativa all'indagine conoscitiva sulla diffusione della finanza derivata nella P.A.<sup>2</sup>, in buon parte ripresa nell'allegato alla bozza stessa.

Facciamo riferimento al nuovo approccio metodologico di tipo quantitativo-oggettivo che da sempre abbiamo sostenuto ed applicato come imprescindibile metodo di lavoro nel nostro lavoro quotidiano e che riteniamo assolutamente fondamentale, nel generale processo di miglioramento nei presidi di correttezza e trasparenza.

Ben vengano, pertanto, i suggerimenti di imporre criteri quantitativi che possano finalmente dare misura e quindi comparabilità a principi certamente insostituibili di diritto, ma per loro natura astratti e quindi soggettivi nella concreta applicazione.

Nel cuore della bozza all'art 3 "**informativa finalizzata alla trasparenza dei contratti**" rileviamo questo fondamentale passaggio, che, forse, si poteva anticipare.

In particolare sembra che sia ora possibile realizzare quanto già prescritto nella precedente Legge Finanziaria: "*Le operazioni in derivati sono informate alla massima trasparenza*".

Leggiamo i passaggi più rilevanti con le nostre osservazioni relative al cit. art. 3:

- L'indicazione obbligatoria del "*fair value*" degli strumenti alla data di sottoscrizione. Tale indicazione deve essere completata dal valore aggiornato alla fine di ciascun trimestre ed in occasione della redazione dei rendiconti. Secondo noi, visto il costo contenuto rispetto ai potenziali benefici, sarebbe opportuno un "*update*" almeno mensile del "*mark to market*" delle operazioni derivate e soprattutto dei valori di portafoglio dei "*sinking fund*";

---

<sup>2</sup> Citiamo per necessaria completezza anche il "Quaderno di Finanza" dell'aprile 2009 n° 63 a cura dell'ufficio analisi quantitative.

- L'indicazione analitica degli elementi di base nei quali è scomponibile il portafoglio finanziario strutturato è necessaria per realizzare l'analisi di cui al punto successivo;
- L'indicazione art. 3, comma 1, sub "d", secondo noi è estremamente importante in quanto solo tali evidenziazioni, che dovrebbero essere previste nella forma più comprensibile con l'ausilio di tabelle numeriche di sintesi, consentiranno una comparabilità dei prodotti offerti e una migliore verifica di efficacia degli strumenti e persino di efficienza degli stessi in termini di costi impliciti. La lettura di tali tabelle, (già mostrate da CONSOB nella citata nota tecnica), offrono una informativa sintetica ma ad alto valore segnaletico, in grado di superare buona parte delle gravi asimmetrie cognitive in capo ai decisori pubblici quasi sempre non provvisti di idonea strumentazione tecnica per operare il "reverse engineering". Si pone ovviamente il problema che tali valutazioni siano supportate da procedure valutative largamente utilizzate nel mercato e riconosciute accademicamente. In tal senso proprio i consulenti indipendenti, nelle loro attività di diagnosi, potranno verificare, una volta in possesso dei parametri forniti dai collocatori/distributori, la reale bontà dei prodotti e quindi degli scenari di impatto/rendimento presentati dall'intermediario all'Ente.

Solo una consapevole applicazione da parte dei destinatari dei disposti previsti dall'art. 3 danno significato alla norma prevista nel successivo articolo 4. ("dichiarazioni del contraente"). Evidenziamo che in mancanza di tale consapevolezza si rischia fortemente di ricadere nelle medesime problematiche generate a seguito della difficoltà di una corretta interpretazione della fattispecie prevista dall'art 31 del precedente Regolamento Consob 11522/98. Come noto, l'autocertificazione (del tutto autoreferenziale), da parte dei decisori, del possesso dei requisiti di "esperienza" e "competenza" in operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati altro non è servita che sollevare un aspro contenzioso tra gli intermediari e i loro clienti. Ed è servita, di fatto, per aggirare le norme che avrebbero comportato l'applicazione del massimo grado di tutela in capo agli Enti.

Sarebbe un vero peccato ripetere l'errore.

La dichiarazione del funzionario, per le responsabilità che comporta, dovrebbe essere supportata da idonea documentazione, che, oltre a

riassumere i termini dell'informativa prevista nel primo comma art. 3, integra opportunamente una effettiva valutazione **nel merito** delle "caratteristiche" e "tipologia" dell'operazione come la norma vorrebbe imporre.

Una relazione tecnica allegata, infatti, potrebbe contenere l'analisi tecnica (e preferibilmente anche contrattuale) degli strumenti, con relativa valutazione indipendente (valutazione che non dovrebbe essere mai effettuata da parte dei soggetti controparte nel contratto), del "fair value", una verifica dell'analisi di scenario e/o di distribuzione, del "cash flow" atteso, una certificazione sulla finalità effettiva: o copertura del rischio "cash flow" sull'indebitamento a tasso variabile o ristrutturazione sintetica del debito. Qualunque altra finalità, purtroppo largamente utilizzate in passato, erano e rimangono escluse tassativamente dalle norme costituzionali, primarie e di settore (ad es: posticipazione quote capitali di debito, mera copertura dei fabbisogni di breve mediante incasso "upfront" ecc.).

In merito all'elenco tassativo di cui all'art. 2 ("**operazioni ammesse**"), premesso che l'ipotesi del primo comma è ormai solo teorica e non a caso in disuso (la copertura del tasso di cambio trasforma comunque l'indebitamento in valuta in indebitamento sintetico in euro, salvo qualche rara opportunità di miglior "funding"), segnaliamo che l'ipotesi più frequente, ovvero quella prevista sub "a" del secondo comma ("IRS" tradizionale), dovrebbe essere meglio precisata. Quantunque il successivo comma 3, sub "b", "c" ed "e" pone dei limiti precisi e oggi ancora più restrittivi di quelli già imposti dal DM389/2003, sarebbe secondo noi opportuno aggiungere a "swap di tasso di interesse" la dizione "*di tipo plain vanilla*" che toglierebbe ogni dubbio sulla tipologia da adottarsi.

Il "Forward Rate Agreement" previsto sub "b" rimane anch'essa una ipotesi ormai solo teorica e mai praticata dagli Enti.

Il caso sub "c" ovvero l'acquisto di "cap" per un Ente sarebbe la soluzione preferibile, in quanto, oltre essere strumento intrinsecamente di copertura (lato "buyer") e perfettamente in linea con il principio generale di contenimento dei rischi, consente una grande flessibilità a favore dell'Ente in relazione alla sua effettiva soglia di tolleranza e sostenibilità sul debito. Flessibilità assente, come noto, nell'IRS che è contratto ad esecuzione obbligatoria. L'acquisto dell'opzione il cui tasso di esercizio ("strike") fosse selezionato **non** in base alla proposta della banca o su parametri meramente finanziari (legati alle curve dei tassi "forward"), ma piuttosto in relazione all'esito di una "diligence" tecnica di programmazione e pianificazione finanziaria sul debito in

cui venisse identificata quale soglia di tasso renderebbe pregiudizievole la sostenibilità futura del debito, costituirebbe un grande passo avanti ed in linea con quanto fanno le corporate che meglio gestiscono il rischio finanziario. Oltretutto in caso di prolungamento della crisi (non escludibile a priori), consentirebbe all'Ente di continuare a pagare i modestissimi attuali tassi di mercato, magari per anni ancora e con la tranquillità che solo in caso di evento pregiudizievole (ovvero quando serve), scatterebbe la copertura. Troppe volte gli enti hanno sottoscritto contratti con tasso di conversione che, nel caso di forte rialzo dei tassi (es: estate 2008), avrebbe comportato la trasformazione del loro tasso parametro (=cliente paga) da fisso a nuovamente variabile. In pratica la copertura sarebbe venuta meno proprio nel momento che serviva di più.

L'uso di tale semplice ed efficacissimo strumento (il "cap") andrebbe stimolato prevedendo la corretta modalità contabile di ammortamento economico del costo finanziario sostenuto per il pagamento del premio in base all'utilità futura dello strumento.

Relativamente alla tipologia sub "d" art 2 comma II ("IRS collar") il presupposto indicato ai fini dell'ammissibilità (ossia solo nel caso di "fair value" positivo per l'ente), di fatto cancella la possibilità che tale strumento venga mai negoziato tra una banca ed un Ente. Nessun intermediario negozierà mai un "IRS collar" con "mark to market" negativo per lei.

Piuttosto la perfetta conoscenza del funzionamento e del costo economico (poiché quello finanziario non appare e non viene contabilizzato nei Bilanci), dovrebbe permettere al decisore pubblico se scegliere o meno quella tipologia di strumento e in caso affermativo decidere quale intermediario sarà controparte dell'operazione (ovvero colui che applicherà una commissione implicita minore). Questo indipendentemente da una nostra riflessione sulla adeguatezza, per un Ente, di utilizzare tale strumento che, come noto, ha natura intrinsecamente ibrida. A fronte di una effettiva copertura del rischio (mediante acquisto dell'opzione "cap") si contrappone una assunzione di rischio nella contestuale vendita dell'opzione "floor" da misurarsi, tuttavia, come perdita di opportunità. Se si ammette la tipologia degli "IRS collar", non si vede perché non possano essere ammesse le operazioni escluse sub "b" comma terzo, laddove le stesse, una volta certificate di efficace copertura e con assunzione di rischio inteso esclusivamente come "perdita di

opportunità" (come il "collar" appunto), potrebbero meglio venire incontro a specifiche esigenze dell'ente.

Si fa presente che nel mondo "corporate", le aziende che hanno una ottima padronanza nella gestione dei propri rischi finanziari adottano strutture composte da "mattoni" rigorosamente "plain vanilla" ma con "payoff" perfettamente adeguati al business sottostante. Tali semplici strutture richiedono, per costruzione, la presenza di una "ulteriore" componente derivata (quindi combinazione) simile a quelle che il vecchio DM 389/03 consentiva (art 3 sub "e" ed "f").

Siamo invece contrari, vista l'inutilità, di continuare a consentire il pagamento a favore dell'Ente di un "upfront" in sottoscrizione quantunque sempre limitato all'1% del valore nozionale del contratto. Nella "ratio" del precedente regolamento e dalla lettura della successiva circolare esplicativa del 27 maggio 2004, l'"upfront" doveva servire come somma per facilitare l'aggiustamento dei diversi "mark to market" in caso di rimodulazione o "unwinding" delle operazioni (per portare a pareggio i valori tra chiusura e nuova apertura). Solo in questo caso, l'eventuale riconoscimento di un premio "differenziale" sarebbe giustificabile in quanto non verrebbe mai inteso come "premio" di cassa o peggio mero finanziamento iniziale dell'operazione (come contropartita economica di un contratto "non par").

Pertanto riteniamo ammissibile il solo (eventuale) pagamento di un "upfront" necessario per equalizzare economicamente la nuova operazione derivata rispetto alla precedente (es: se il "mark to market" della nuova operazione fosse inferiore rispetto a quello dell'operazione appena liquidata).

Il pagamento di un "upfront" meramente finanziario in sottoscrizione genera una falsa aspettativa sulla finalità e l'utilizzo dello stesso come ampiamente dimostrato dalla Corte dei Conti.

Oltretutto si è potuto dimostrare che il limite dell'1% è aggirabile quando, a seguito di più rimodulazioni, il peso delle commissioni implicite rispetto alla componente "mercato" dello strumento finanziario, diventa predominante.

Circa la "**pubblicità degli atti**" di cui all'art. 6 la norma appare funzionale al perseguimento della trasparenza, ma si dubita che le sole informazioni fornite dall'intermediario (controparte dell'Ente ed in posizione di conflitto di interessi) consentano di fornire una informativa sufficientemente segnaletica e la cui attendibilità, andrebbe comunque dimostrata. Infatti non si deve dimenticare che la

responsabilità finale rimane a carico dell'ente e dei funzionari delegati per effetto della dichiarazione ex art. 4.

Proprio la accennata "*diligence*" tecnico- legale operata da soggetto del tutto indipendente e terzo rispetto ai soggetti "*arranger*", di volta in volta aggiornata, offrirebbe adeguato supporto al decisore pubblico prima di apporre le firme sul bilancio previsionale o sul rendiconto di esercizio.<sup>3</sup>

Solo in questo modo riteniamo si possa ottemperare efficacemente al dettato congiunto sub "a" e "d" dei commi 2 e 4 dell'art. 6.

Infine è curioso segnalare che nel comma 5 ultimo periodo si prevede "*l'eventuale costituzione di un fondo rischi per la copertura degli oneri potenziali generati dalle operazioni derivati in essere*". Letta così sembra una semplice facoltà non legata ad alcuna specifica fattispecie. Secondo noi e mutuando dalla contabilità civilistica per le imprese in tema di strumenti finanziari, bisogna discernere laddove l'operazione fosse di efficace (=dimostrata) copertura e in quel caso l'iscrizione e relativo accantonamento al fondo sarebbe del tutto inutile o di ristrutturazione del debito allora sarebbe certamente opportuna.

Infine vogliamo porre particolare attenzione all'art. 7 "**Trasmissione dei contratti al MEF**" dove rileviamo una importante criticità.

Innanzitutto si ribadisce, esattamente come in passato, che il controllo del MEF è di tipo formale e **non** sostanziale. Gli Enti devono essere consapevoli di questo.

La vigilanza quindi verrebbe delegata per trasmissione degli atti. "*..i contratti pervenuti al MEF sono trasmessi alla banca d'Italia ed alla Consob per le finalità proprie di ciascuna autorità di vigilanza*". La norma si sovrappone con le disposizioni MIFID circa la facoltà di poter vigilare nei confronti di soggetti non residenti per effetto della "*home country rule*". In pratica **se non** venisse prevista una espressa delega di vigilanza alla Consob (posto che BANKITALIA per ruolo non è interessata a svolgere controlli di merito nel servizio di investimento tra ente e intermediario), rimarrebbe "normativamente" scoperto il controllo su tutti gli intermediari esteri operanti con soggetti italiani. Ovvero una fetta che supera il 60% del mercato<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> A conferma invitiamo alla lettura delle numerose deliberazioni della Corte dei Conti a seguito delle attività delle proprie sezioni di controllo, nonché nella stessa audizione del febbraio u.s., dove questa criticità, ovvero la mancata separazione di ruolo tra collocatore- "*arranger*" e consulente-"*advisor*" nonché la confusione tra consulenza oggettiva e strumentale viene ripetutamente richiamata e segnalata poi agli Enti.

<sup>4</sup> Dott. Franco-audizione Bankitalia Comm. VI Finanze 99° seduta del 21 luglio 2009

Consob **non** ha il potere “*sic stantibus rebus*” di vigilare sull’intermediario estero che negozia un derivato con un Ente Pubblico italiano: allo stato non è chiaro il perimetro di vigilanza anche nei confronti degli intermediari domestici. Pertanto sarebbe oltremodo necessario apportare i seguenti correttivi:

- al comma uno, sarebbe opportuno aggiungere dopo “*elementi informativi richiesti dall’art. 3*” “il MEF verifica altresì che tali elementi siano resi in conformità alle istruzioni metodologiche di cui al medesimo articolo”. Tale efficacia dovrebbe essere subordinata all’esito positivo di tali verifiche.
- al comma successivo si dovrebbe prevedere la delega e quindi potrebbe essere modificato indicando “per le verifiche di cui al comma 1 il MEF si avvale del supporto della CONSOB. Il MEF definisce in accordo con la Consob le modalità e i protocolli per la trasmissione dei contratti”.

*Per Assofinance*

*Il presidente Giannina Puddu*

*Il vice presidente Nicola Benini dottore commercialista*

*Il responsabile legale avv.to Pierluigi Fadel*

*Milano, 29 ottobre 2009.*