

Senato della Repubblica

6^a Commissione Finanze e tesoro

Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche Amministrazioni

**Audizione dell'AIAF
Associazione Italiana degli Analisti Finanziari**

Roma, 6 maggio 2009

Premessa

Innanzitutto, desideriamo ringraziare il Presidente e i Componenti della 6^a Commissione Finanze e tesoro per l'opportunità concessa all'AIAF, l'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari, di esporre il proprio punto di vista ed esprimere osservazioni e suggerimenti nell'ambito dell'Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche Amministrazioni.

La nostra Associazione è attiva dal 1971, non ha fini di lucro e ad essa aderiscono oltre 1000 soci a titolo personale e non in quanto rappresentanti di istituzioni pubbliche o private cui appartengono. Le attività e le esperienze professionali dei soci includono, in tutto o in parte, lo studio, l'analisi, la valutazione delle aziende e degli investimenti in strumenti e prodotti finanziari, la conoscenza, l'applicazione delle tecniche e l'utilizzo degli strumenti del mercato finanziario, la gestione di portafoglio di strumenti e prodotti finanziari, nonché la consulenza per investimenti in strumenti e prodotti finanziari.

L'Associazione persegue, tra i suoi scopi statutari, l'obiettivo di contribuire alla trasparenza ed efficienza dei mercati finanziari, nelle sedi e nei modi appropriati.

Desideriamo in questa sede presentare alcune osservazioni per contribuire a chiarire la situazione in essere e alcune proposte per garantire un migliore e più efficace utilizzo degli strumenti di finanza derivata da parte degli enti territoriali.

L'AIAF e il tema dei derivati degli enti territoriali

Da circa due anni, AIAF ha costituito un proprio Gruppo di lavoro interdisciplinare dedicato all'analisi finanziaria degli Enti territoriali, coordinato dal Consigliere referente, Ingegnere Alfonso Scarano, che è qui presente, insieme al Segretario Generale dell'Associazione, dottor Franco Biscaretti di Ruffia.

Nel marzo 2008, il Gruppo di lavoro ha prodotto e pubblicato la "***Nota di Best Practice riguardante le modalità di assegnazione ed i contenuti degli incarichi, da parte degli enti locali, finalizzati alla valutazione tecnica di strumenti finanziari derivati in essere***". Obiettivo della nota è fornire indicazioni pratiche e operative ad amministratori e funzionari degli enti al fine di ottenere un'utile e trasparente contabilizzazione delle poste riferibili al dettaglio dell'impatto contabile dei prodotti finanziari derivati (Appendice 1).

Nel maggio 2008, AIAF ha pubblicato la "***Nota di trasparenza nella rappresentazione degli strumenti finanziari derivati nei documenti finanziari***" con l'obiettivo di fornire suggerimenti operativi agli amministratori degli enti territoriali in relazione alle caratteristiche economiche e finanziarie dei prodotti derivati sottoscritti (Appendice 2).

Nel medesimo periodo sono stati organizzati seminari specialistici sul tema. L'ultimo Convegno si è tenuto lo scorso 20 aprile a Milano e ha riscosso un considerevole interesse anche da parte della stampa non specialistica.

Il contesto di riferimento

L'utilizzo dei derivati da parte di enti locali e Regioni va inquadrato nell'ambito di un contesto di riferimento più ampio che ha inciso sull'operatività e diffusione di questi strumenti presso gli enti territoriali. Vorremmo sottolineare, in particolare, due fenomeni.

Il primo è globale, non specifico all'economia italiana né tanto meno agli enti territoriali del nostro Paese. Ci riferiamo alla crescita esponenziale delle attività finanziarie rispetto alle effettive necessità dell'economia reale che, in presenza di controlli frammentati e non efficaci, ha condotto alla attuale crisi finanziaria. Il fenomeno è ben noto e non richiede di essere qui analizzato in dettaglio.

Desideriamo solo ricordare che lo sviluppo ipertrofico della finanza si è rivelato nel tempo non funzionale all'obiettivo di favorire la crescita economica e importante causa di instabilità dei mercati e degli stessi intermediari finanziari. Nell'ultimo decennio, l'innovazione finanziaria è spesso degenerata: gli obiettivi originari degli strumenti di copertura del rischio sono stati a volte travalicati. L'ingegneria finanziaria ha avuto in molti casi come unico scopo quello di rendere particolarmente complessi i prodotti offerti a investitori istituzionali e privati. A livello sistemico, il grado di rischio è stato ampiamente sottovalutato da singoli operatori e Autorità di vigilanza.

Blasonate banche di investimento straniere, considerate all'avanguardia nell'attività di intermediazione e innovazione finanziaria, sono state travolte dalle perdite. Importanti banche commerciali americane ed europee hanno

perso oltre il 90% del loro valore borsistico e sono state salvate dalla bancarotta solo grazie ad ingenti iniezioni di fondi pubblici.

Gli elevati livelli di volatilità delle quotazioni, il forte rialzo delle misure di valutazione del rischio di credito, la marcata flessione dei tassi di interesse su tutte le valute hanno raggiunto valori difficilmente prevedibili da qualsiasi modello economico-finanziario.

E' quindi un contesto economico assai complesso e del tutto anomalo quello in cui si potrebbero registrare "potenziali perdite" o "potenziali guadagni" per gli enti territoriali. Naturalmente, va ricordato che parlare di perdite e guadagni ha senso solo alla scadenza dei contratti o in caso di una loro chiusura anticipata.

La seconda caratteristica di cui occorre tener conto è invece specifica al caso italiano. Il processo che ha condotto ad un decentramento territoriale delle decisioni nella gestione della cosa pubblica può essere definito una forma di *"federalismo incompleto"*.

Agli enti territoriali sono state assegnate autonomie decisionali e parallelamente ridotti i trasferimenti da parte del governo centrale. I ritardi nei trasferimenti hanno creato un disallineamento persistente nella velocità con cui entrate e uscita di cassa si materializzavano con un inevitabile aumento della necessità di fare ricorso a forme di finanziamento in grado di garantire l'opportuna liquidità. L'autonomia impositiva è stata molto parziale. I crescenti disavanzi hanno spinto gli enti verso una più elevata domanda di finanziamento a cui, in talune occasioni, si è fatto fronte con operazioni

particolarmente sofisticate e complesse, favorite, da un lato, dal diffuso processo di ingegnerizzazione finanziaria e, dall'altro, dalla necessità di rispettare le regole del Patto di Stabilità interno. Alcuni enti, spinti da esigenze di cassa sempre più pressanti, hanno utilizzato in modo improprio l'*up front* - ancorché erogato dalle banche nel limite massimo dell'1% come stabilito dal DM 389/2003 – per spesa corrente¹.

Va superato il blocco dell'operatività sancito dal quadro normativo più recente

In presenza di forti incertezze sulla portata del fenomeno, il Governo ha emanato il D.L. 25.6.2008 n. 112 convertito, con alcune modifiche, nella legge n. 133 del 6.8.2008 che ha:

- a) transitoriamente bloccato il ricorso ai derivati da parte degli enti;
- b) introdotto il divieto di emettere titoli obbligazionari o altre passività che prevedono il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza.

Il blocco è operativo per un anno (almeno quindi sino al 25 giugno 2009) e comunque sino alla data di entrata in vigore del regolamento che il Ministro dell'Economia e delle Finanze (MEF), sentite Banca d'Italia e Consob, dovrà emanare. Il regolamento dovrà individuare la tipologia dei contratti relativi a

¹ Si precisa al riguardo che la Corte dei Conti prima e il legislatore poi hanno indicato che l'*up front* rientra nel concetto di debito e come tale deve essere correttamente contabilizzato al Titolo IV delle Entrate.

strumenti finanziari derivati che regioni ed enti locali potranno stipulare e stabilirà i criteri e le condizioni per la conclusione delle relative operazioni.

La legge finanziaria 2009 (L. 22.12.2008 n. 203) ha modificato l'articolo 62 della legge n.133/2008. Sono stati rivisti i contenuti dell'emanando regolamento che dovrà, quindi, a) individuare e definire le tipologie di contratti relativi a strumenti derivati che le amministrazioni locali potranno concludere e b) introdurre norme volte ad assicurare idonee condizioni di trasparenza alle operazioni poste in essere. L'articolo 3 della legge n. 203/2008 introduce anche la sanzione della nullità del contratto, in presenza di pattuizioni non conformi, e l'obbligo per il MEF di comunicare alla Corte dei Conti le operazioni concluse dagli enti territoriali. In sostanza, per quanto concerne il regolamento, saranno precisate le componenti derivate, implicite o esplicite, che gli stessi enti avranno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento con lo scopo di circoscrivere le condizioni di rischio assumibili.

Anche la determinazione delle informazioni che i contratti relativi agli strumenti finanziari derivati dovranno riportare è demandata al regolamento dalla legge n. 208/2008 che però sin d'ora precisa che tali informazioni dovranno essere scritte in lingua italiana. Il soggetto che sottoscrive il contratto deve formalizzare per iscritto di aver preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche degli strumenti derivati. Il mancato rispetto delle disposizioni regolamentari così come l'assenza della attestazione della conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dell'operazione comporterà la sanzione di nullità del

contratto. La nullità del contratto potrà essere fatta valere esclusivamente dall'ente locale.

E' stata introdotta la parziale possibilità di rimodulare le posizioni già esistenti. E' quindi ora possibile ristrutturare i contratti in essere, esclusivamente a seguito di modifica della passività alla quale il medesimo contratto derivato e' riferito, con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura.

In sostanza, tutto ciò comporta che le operazioni che possono essere poste in essere hanno un carattere marginale rispetto al debito complessivo degli enti territoriali.

Esprimiamo l'auspicio che venga rimosso il blocco all'utilizzo della finanza derivata per gli enti territoriali. L'attuale basso livello dei tassi di interesse, destinato a durare non sappiamo ancora per quanto tempo, rappresenta una occasione per operazioni di ristrutturazione finanziaria.

Censimento delle operazioni in derivati e creazione di una task force dedicata

AIAF ritiene che la decisione cautelativa di bloccare l'operatività in derivati, se da una parte impedisce l'utilizzo scorretto di tali strumenti, nel tempo priva però gli enti territoriali di una tecnologia finanziaria in grado di migliorare, in via di principio, la gestione di tesoreria.

L'iniziativa legislativa di bloccare l'operatività ha un solo paragone in Europa: quello del Regno Unito dove i derivati agli enti territoriali sono vietati.

Sul blocco dell'operatività occorre, a nostro giudizio, un chiarimento di natura politica. In altri termini, occorre chiarire la ragione del blocco. AIAF ritiene che sia giustificato solo in presenza di una situazione che possa essere di pregiudizio per la finanza locale o in cui non sia temporaneamente possibile esprimere una valutazione tecnico – quantitativa sulla dimensione del fenomeno.

Nel documento **"Crisi Finanziaria: le proposte dell'AIAF"** pubblicato il 17 marzo 2009 ci siamo spinti ad affermare che *"è necessario presidiare con maggiore efficacia il rischio sistemico legato ai prodotti finanziari complessi, che occorre accrescere la trasparenza dei relativi mercati e che è opportuno limitarne la diffusione presso le Amministrazioni pubbliche"*.

Cogliamo questa importante occasione per chiarire meglio questo punto.

A nostro giudizio, gli strumenti di finanza derivata non devono essere demonizzati, né in assoluto né in riferimento al loro utilizzo da parte delle amministrazioni pubbliche.

In alcuni casi, la finanza derivata è stata utilizzata bene permettendo di contenere gli oneri finanziari del debito e quindi gli oneri dei contribuenti; in altri casi, invece, come la Corte dei Conti ha sottolineato nella sua audizione, l'utilizzo dei derivati ha consentito che *"certe consigliature di enti locali potessero superare tranquillamente tutti gli effetti negativi di queste situazioni, anzi ricevendo qualcosa da poter spendere nell'ambito del bilancio dell'ente"*.

Tutto ciò ha comportato, naturalmente, il trasferimento su generazioni future di tutti i rischi".

La nostra posizione è rivolta a migliorare le condizioni di trasparenza e di adeguatezza nell'utilizzo dei derivati da parte delle amministrazioni pubbliche.

Il problema dell'informativa è cruciale. Ad oggi, non esiste ancora, almeno per quanto a nostra conoscenza, un *database* che permetta di conoscere l'esposizione complessiva al rischio di tasso, cambio o credito degli enti territoriali italiani. Le uniche informazioni disponibili sono contenute nell'audizione dell'On. Vegas (sottosegretario del Ministero dell'Economia e delle Finanze) e in quella del Professor Pittaluga (rappresentante della Conferenza delle Regioni e delle Province Autonome). Le stime di quest'ultimo sono riferite unicamente alle Regioni (ne mancano peraltro tre) e presentano differenze non trascurabili con quelle del MEF.

La Corte dei Conti ha espresso alcune valutazioni sulla base di un questionario inviato ai revisori dei conti degli enti locali cui hanno risposto poco più di metà dei Comuni. Tra i rispondenti, circa il 37% ipotizza un risultato positivo dalla propria esposizione sui derivati, mentre il 52,5% delle amministrazioni ipotizza una perdita ed il rimanente 10% non è stato in grado di esprimersi.

E' auspicabile che venga fatta al più presto chiarezza sui dettagli relativi ai contratti sottoscritti dagli enti territoriali in particolare per quanto riguarda i singoli *term-sheet*. La legge finanziaria del 2007 ha affidato al Dipartimento del Tesoro l'onere di raccolta dei dati relativi alle operazioni in essere;

evidentemente, le modalità di segnalazione da parte degli enti territoriali sono risultate incomplete.

Si suggerisce quindi che l'amministrazione centrale avvii una puntuale opera di censimento del portafoglio derivati in capo agli enti territoriali. Dopo il censimento, dovrebbe essere costante e immediato l'aggiornamento del database, con un sistema informatico a ciò dedicato.

Sarebbe così possibile tranquillizzare la pubblica opinione e rendere noti i dati complessivi sull'ammontare in essere e sul *mark-to-market* (MTM), con un sufficiente dettaglio analitico che consenta, ad esempio, di ripartire, in una certa data, tra posizioni con MTM positivo rispetto a quelle con MTM negativo e di esplicitare la sensitività a specifici rischi di tasso.

AIAF ritiene urgente la creazione di una struttura tecnico-valutativa (*task force*) che sia in grado di caricare su di un idoneo sistema informatico tutti i dati dei contratti che saranno resi disponibili, per poterli analizzare singolarmente ed effettuare simulazioni di scenari. L'obiettivo è quello di poter verificare quanto il portafoglio derivati in capo agli enti territoriali possa risultare sensibile alle fluttuazioni dei mercati. Si tratta di effettuare simulazioni statistiche su scenari possibili. Occorre infatti precisare che ad una specifica variazione di tasso, i derivati finanziari possono avere comportamenti non lineari e forse anche paradossali rispetto agli obiettivi originariamente previsti nel momento della loro stipula.

I dati censiti dovrebbero costituire un'apposita banca dati accessibile agli organi di controllo e che consenta di fornire periodici report agli operatori del settore.

La nostra Associazione si rende disponibile a partecipare alla costituzione della descritta *task force* tecnico quantitativa.

AIAF ritiene, inoltre, che il censimento sopra descritto, la costituzione della relativa banca dati e l'atteso Regolamento del MEF assumano carattere di urgenza: il blocco dell'operatività in derivati può privare infatti gli enti territoriali delle opportunità attualmente offerte dal livello straordinariamente basso dei tassi di interesse.

Alcune osservazioni e proposte per il ripristino dell'attività

Due diligence

Nel frattempo, è importante che gli enti locali, laddove occorra, avviino per proprio conto l'attività di "*due diligence*" sul portafoglio di strumenti derivati. L'incarico di consulenza dovrebbe essere affidato in maniera trasparente attraverso la selezione di una pluralità di candidati (banche e consulenti indipendenti)². Condizione minima è la separazione funzionale tra i ruoli di *arranger* ed *advisor* (consulenza oggettiva e non strumentale), come peraltro

² La selezione dell'*advisor*, trattandosi di servizio oneroso e non essendo consulenza accessoria all'effettuazione di operazioni in strumenti finanziari, è da annoverare tra i servizi finanziari di cui alla categoria 6 della Tabella II A del D. Lgs. 163/2006 e come tale è soggetta alla disciplina del codice degli appalti.

più volte evidenziato dalla giurisprudenza della Corte dei Conti.

La presenza di un consulente affidabile, competente e credibile, potrebbe consentire al legislatore di lasciare agli enti locali la possibilità di effettuare operazioni congruenti ad una funzione di copertura del rischio e convenienza che non sempre è schematizzabile senza valutare approfonditamente le singole posizioni. Ciò consentirebbe, quindi, al legislatore di evitare apparati normativi troppo rigidi che, rendendo possibili solo poche tipologie di operazioni o non chiarendo bene la loro ammissibilità, danneggino finanziariamente gli enti locali sia impedendo nuove coperture, sia impedendo di correggere le posizioni in essere.

In sostanza, l'eccessiva restrizione dell'attività potrebbe accrescere i rischi anziché ridurli come è nelle finalità del legislatore.

Operazioni ammesse

La finanza derivata deve servire a coprire i rischi finanziari. L'operatività in derivati da parte degli enti territoriali dovrebbe fermarsi ai derivati di tasso (*IRS-Interest Rate Swaps, Caps, Collars, FRA-Forward Rate Agreements*); l'unico rischio finanziario che dovrebbe essere gestito è il rischio tasso, connesso alla struttura del passivo dell'ente. Nel caso di emissioni in valuta, il rischio di cambio deve essere annullato con *Cross Currency Swaps*, come prevede l'attuale normativa (DM 389/2003 e successiva circolare esplicativa).

In passato, alcune forme di distorsione si sono manifestate nelle seguenti forme:

- operazioni in derivati che prevedevano un contributo di cassa positivo (*up front*) per il primo anno ma aumentavano il rischio e quindi i possibili oneri futuri del contraente;
- operazioni in derivati che trattavano un rischio finanziario completamente estraneo al rischio dell'ente locale; alcune amministrazioni sono esposte in derivati di credito (i CDS); tali contratti dovrebbero essere utilizzati solo da chi deve coprire un rischio di credito, non certo per assumerne di nuovi; è stato questo il caso dei fondi di ammortamento, nei quali si è investito in obbligazioni o titoli di Stato per ripagare l'indebitamento dell'ente.

Non conosciamo la diffusione di queste operazioni. E' tuttavia evidente che anche un numero esiguo di operazioni di dubbia conformità alla normativa può negativamente colpire l'opinione pubblica e i media.

Tasso fisso e tasso variabile

Come evidenziato dal dottor Santececca dell'ABI, la decisione di assumere passività a tasso fisso o a tasso variabile è ugualmente ammessa dalla normativa vigente. La convenienza dell'una o dell'altra soluzione non è, purtroppo, valutabile se non *ex post*, una volta conclusosi il rimborso del debito stesso. Un indebitamento a tasso variabile non è dunque, *ex ante*, né migliore né peggiore di un indebitamento a tasso fisso.

L'operatività in derivati è in grado di mutare la natura delle passività, trasformando quelle a tasso fisso in tasso variabile e viceversa. In principio, dunque, il derivato, se utilizzato per tale trasformazione, non è né buono né

cattivo, ma consente semplicemente all'ente locale di ribaltare una propria scelta passata, trasformando la natura del suo indebitamento in una forma più conveniente al mutare delle condizioni di mercato.

Occorre tuttavia rilevare come lo *swap* di tasso sia stato talora utilizzato non tanto per migliorare le condizioni di indebitamento complessivo dell'ente locale, ma guardando invece in maniera più ristretta alla convenienza di breve periodo. Per semplificare, ci sembra di poter dire che molte amministrazioni locali hanno fatto ricorso allo strumento derivato nel momento in cui esso offriva la possibilità di migliorare la situazione di cassa dell'esercizio corrente, non guardando all'eventualità (che spesso si è verificata) di un peggioramento negli esercizi futuri.

A questo proposito, vale forse la pena sottolineare come tali decisioni siano di difficile valutazione anche per gli operatori professionali (siano essi banche o fondi di investimento); è ragionevole pensare che almeno una larga parte delle amministrazioni locali non possieda internamente strumenti sufficienti a valutare la convenienza di un certo tipo di indebitamento o di un certo tipo di derivati volti alla trasformazione della natura del proprio passivo.

Crediamo che in questa sede si debba riflettere sull'opportunità di offrire alle amministrazioni locali strumenti adeguati per utilizzare tale operatività nella maniera più efficiente possibile. Riteniamo che, pur nel rispetto dell'autonomia degli enti locali, si debba disporre di presidi centrali gestiti dal MEF in grado di offrire adeguata consulenza e supporto per operare all'interno di questi mercati.

Il pagamento di un up front

Il pagamento di un *up front* è una pratica inusuale all'interno del mercato degli *swap* su tassi di interesse. In condizioni normali, infatti, le due controparti scambiano tasso variabile con un certo tasso fisso (dove il tasso fisso, il cosiddetto "tasso *swap*" è di fatto il prezzo di mercato, ovvero ciò che il mercato ritiene in quel momento equo). Non è di conseguenza previsto alcuno scambio di denaro al momento della stipula del contratto. In questo senso, pare che i contratti con corresponsione di pagamento *up front* a favore degli enti locali siano stati costruiti *ad hoc*, per invogliare gli enti stessi alla sottoscrizione di un contratto. E' chiaro che il contratto veniva strutturato in modo da garantire un vantaggio immediato all'ente locale, appesantendone tuttavia gli oneri finanziari negli esercizi seguenti.

A tale proposito, riteniamo valida l'impostazione della Legge Finanziaria per il 2009 secondo cui il pagamento dell'*up front* deve essere considerato alla stregua di un indebitamento futuro, e non possa in ogni caso essere inserito tra le disponibilità di cassa dell'esercizio in corso.

Il mark-to-market

Al fine di valutare esattamente le negoziazioni intraprese dall'ente territoriale, occorre ribadire la necessità di valutare correttamente l'esposizione maturata sui derivati e di contabilizzare in maniera adeguata i vari flussi di cassa, ivi inclusi gli eventuali *up front*. La richiamata nota di *best practice* pubblicata dalla nostra Associazione (Appendice 2) va in questa direzione.

L'esposizione maturata su un derivato viene definita dagli addetti ai lavori *mark-to-market* ed equivale alla cifra in denaro che si dovrebbe sborsare nel caso in cui si volesse chiudere ad una determinata data il contratto derivato.

Va sottolineato come tale esposizione rappresenti potenzialmente un problema nel caso in cui il *mark-to-market* presenti un valore negativo. Dobbiamo, tuttavia, ricordare che non tutti gli enti locali si trovano in questa situazione. Vi sono casi di contratti che presentano oggi un *mark-to-market* positivo, e che offrirebbero all'ente un'entrata nel caso in cui si volesse chiudere anticipatamente l'operazione, esponendo però lo stesso ente alle future erraticità dei mercati.

La valutazione delle condizioni del contratto

Una delle principali difficoltà di chi opera sui derivati di tasso di interesse è la valutazione degli strumenti trattati. I derivati di tasso, infatti, sono quasi esclusivamente trattati al di fuori dei mercati regolamentati (si tratta di derivati OTC). Non esistono prezzi ufficiali di chiusura e i contratti conclusi sul mercato sono sostanzialmente differenti l'uno dall'altro.

L'assenza di standardizzazione risponde all'esigenza del cliente finale che richiede un prodotto "su misura" in grado di adattarsi perfettamente ai suoi rischi finanziari. Tale esigenza di copertura creata *ad hoc* è confermata dalla stessa normativa italiana per gli enti territoriali, che richiede una stretta corrispondenza tra il contratto derivato e il passivo sottostante di cui si copre il rischio.

Gli operatori del settore si districano in questo complesso ambiente effettuando investimenti rilevanti sia in personale qualificato (in grado di valutare tali contratti) sia in costosi sistemi informativi e *software* finanziari. A nostro avviso, risulta difficile pensare che una media o piccola amministrazione locale sia in grado di dotarsi da sola di tali strumenti, magari per la stipula di un solo contratto, se non tramite supporto tecnico esterno.

Va sottolineato che, nell'aleatorietà delle quotazioni fuori mercato, si nascondono possibili rischi per gli enti territoriali. Anche qui le distinzioni sono però doverose.

Riteniamo che in molti casi la banca abbia percepito un margine di intermediazione che andava a remunerare onestamente il servizio prestato e il rischio assunto: molte banche hanno con gli enti locali un consolidato rapporto ultra-decennale che sarebbe stato incoerente mettere a rischio per una singola operazione mal prezzata. Altri intermediari, invece, potrebbero aver trattato con gli enti locali in un'ottica di brevissimo periodo, puntando a massimizzare il numero di operazioni realizzate e il relativo margine.

Resta il fatto che, in assenza di un'adeguata conoscenza specialistica e di un adeguato supporto valutativo, gli enti locali continueranno a doversi fidare in maniera acritica delle banche con cui hanno rapporti.

Le difficoltà di utilizzo dei contratti derivati

La non standardizzazione dei contratti, unitamente all'operatività al di fuori di mercati regolamentati, espone l'ente locale a rischi particolari, che solo un

operatore del settore è in grado di gestire. Facciamo solo alcuni esempi delle problematiche che si devono affrontare operando su mercati non regolamentati:

- **valutazione del prezzo del contratto:** abbiamo già evidenziato come siano richieste professionalità specifiche, unitamente a strumenti informatici dal costo non irrilevante;
- **negoziazione dei contratti quadro (utilizzo di contrattualistica ISDA):** si concorda con le perplessità evidenziate dalla Corte dei Conti nell'audizione del 18 febbraio. Si ritiene di gran lunga preferibile utilizzare contratti di Diritto Italiano anziché l'ISDA che è redatto in lingua inglese, in relazione al fatto che dall'utilizzo dell'ISDA ne consegue l'applicazione del diritto anglosassone in luogo di quello italiano con le ovvie difficoltà di conoscenza e interpretazione in un ordinamento normativo completamente diverso (common law). La contrattualistica da adottarsi dovrà preferibilmente essere in lingua italiana anche in considerazione del dettato dell'art. 3 comma 3 della legge n. 203/2008 che prevede come al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati nonché delle clausole relative alle predette componenti derivate, le informazioni dovranno essere rese in lingua italiana.
- **gestione del rischio di controparte:** i recenti eventi hanno purtroppo evidenziato che non tutte le controparti bancarie sono in grado di sopravvivere alla crisi; sarebbe disastroso aver coperto correttamente i propri rischi per poi scoprire che la controparte che aveva venduto

l'assicurazione è stata travolta dalla crisi finanziaria e non è più in grado di onorare i propri impegni.

I partecipanti al mercato degli *swap* affrontano le varie problematiche indicate dotandosi di apposite strutture in grado di valutare il prezzo e i rischi dei derivati; hanno il supporto legale di personale specializzato; gestiscono il rischio di credito tramite accordi di scambio di garanzie (con pagamenti quotidiani che vanno a proteggere la controparte che si trovi ad avere un *mark-to-market* positivo). Ovviamente, tali strutture non sono facilmente replicabili per il singolo ente locale, richiedendo un investimento iniziale non indifferente.

Centralizzazione dei contratti e attività di consulenza a supporto degli enti territoriali

Per queste ragioni, riteniamo possa essere utile per gli enti territoriali avvalersi di presidi tecnici gestiti da organi centrali, in grado di assisterli nella stipula e nella gestione delle operazioni in derivati. Convogliando l'operatività su un'unica unità centrale, si raggiungerebbe la massa critica in grado di giustificare un certo tipo di investimenti; si conferirebbe inoltre il rischio controparte ad un'unica entità, in grado di gestirlo secondo *standard* di mercato adeguati per il contenimento di tale esposizione.

Oltre a prevedere un ruolo di controllo e consulenza da parte del Dipartimento del Tesoro, l'Associazione ritiene necessario scindere il ruolo dell'*arranger* (ovvero dell'intermediario che propone il contratto di ristrutturazione del debito

dell'ente territoriale) da quello dell'*advisor* (che consiglia l'ente territoriale nell'operazione di ristrutturazione del debito).

L'*advisor* dovrà essere in grado di evidenziare i fenomeni qualitativi e quantitativi delle operazioni di ristrutturazione del debito dimostrandone: l'adeguatezza, l'appropriatezza, la congruità, l'efficacia intesa come capacità degli strumenti di raggiungere gli obiettivi di copertura, l'efficienza intesa come maggiore o minori costi sopportati in rapporto al livello di massima efficacia delle operazioni sia in essere che pregresse ed in relazione ai reali e potenziali rischi sui sottostanti dei derivati stessi.

Piattaforma di valutazione dei derivati "open source" AIAF

Il gruppo di studio AIAF dedicato agli enti territoriali ha avviato un progetto per la creazione di una piattaforma di valutazione dei derivati finanziari in logica "*open source*"³

Attraverso procedure semplificate e guidate si renderanno disponibili strumenti qualificati per la valutazione dei prodotti finanziari IRS nelle configurazioni caratteristiche utilizzate dagli enti territoriali. Tale piattaforma sarebbe molto utile per la citata *task-force* che abbia l'obiettivo di caricare su un sistema informatico adatto i dati di tutti gli enti, anche al fine di sviluppare simulazioni di sensitività all'andamento dei tassi e delle analisi quantitative dell'insieme della massa dei derivati finanziari degli enti.

³ Ci riferiamo a quelle modalità di produzione cooperativa tra tecnici dei software per la condivisione e lo sviluppo di sistemi complessi; si tratta della stessa logica che ha prodotto il sistema operativo LINUX solo per citare un famoso esempio.

Conclusioni

Il blocco dell'attività in derivati rappresenta una misura estrema che riteniamo debba essere superata mediante l'approvazione di un apposito sistema di regole.

Per facilitare le dovute decisioni politiche occorre procedere rapidamente ad un censimento delle operazioni in essere con l'indicazione dei *term-sheet* dei singoli contratti.

AIAF ribadisce la propria disponibilità a partecipare ad una *task force* presieduta e coordinata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Riteniamo che, in media, gli enti locali (soprattutto quelli di media o piccola dimensione) non possiedano professionalità specialistiche né mezzi adatti ad affrontare un mercato complesso come quello dei derivati su tasso. Sarebbe quindi opportuno, a nostro avviso, incentivare l'utilizzo di consulenti esterni.

Si ritiene che i costi e la complessità della necessaria corretta attività di valutazione modificheranno la convenienza delle operazioni in derivati e ne renderanno in sostanza praticabile l'utilizzo a partire da determinati importi e per enti locali di una certa dimensione.

In generale, i derivati, così come il ricorso al mercato del debito, devono mirare a tenere sotto controllo gli oneri finanziari che gravano sul contribuente. Non devono in nessun caso risolversi in un espediente per ribaltare sulle generazioni future le ristrettezze finanziarie di oggi.

APPENDICE 1

Commissione Analisi Fondamentale: modelli Finanziari

(Consigliere Referente: Alfonso Scarano)

Nota di “Best Practice” riguardante le modalità di assegnazione ed i contenuti degli incarichi, da parte degli enti locali, finalizzati alla valutazione tecnica di strumenti finanziari derivati in essere

Responsabile del Gruppo di lavoro AIAF: ing. Alfonso Scarano

Premessa

Da tempo il gruppo di studio AIAF sugli enti locali affronta la tematica dell'utilizzo dei prodotti finanziari derivati negli “enti locali”. Partecipano al gruppo, a titolo personale, professionisti esperti della materia di estrazione bancaria, consulenza finanziaria e legale e cultori della materia. L'attività di studio non è dissociata dalla attività Aiaf di diffusione di cultura finanziaria sia a livello tecnico verso gli operatori che a livello sociale per una più ampia e corretta comprensione dei fenomeni finanziari.

In tale ambito, il gruppo di lavoro ha collaborato per la realizzazione di un seminario specialistico rivolto agli enti territoriali presso il Comune di Milano che si è svolto il 10 dicembre 2007. **Nell'ambito dell'attività di studio il gruppo ha preparato questa “nota di best practice” che vuole essere un contributo di chiarezza e di correttezza tecnica.**

Finalità

Obiettivo di questa nota di “best practice” è di fornire alcune indicazioni pratiche ed operative agli amministratori di enti locali che, al fine di comprendere le caratteristiche economiche e finanziarie dei prodotti finanziari derivati sottoscritti dall'ente, intendano procedere ad una coerente assegnazione di incarico consulenziale per la valutazione dei prodotti finanziari derivati medesimi.

Contenuti

E' buona prassi che l'incarico, per avviare una attività di “due diligence” sul portafoglio di strumenti derivati ed il calcolo del relativo valore di mercato (MTM), in genere progettati in funzione di ristrutturazioni di operazioni di indebitamento, venga affidato in maniera trasparente attraverso una selezione di una pluralità di candidati tramite un incarico remunerato.

Tale incarico è auspicabile che possa prevedere due o più soggetti indipendenti e tra loro distinti, che produrranno due o più valutazioni separate ed indipendenti. La ridondanza dell'incarico appare necessaria in quanto spesso ci si trova a dover

esaminare operazioni strutturate complesse che prevedono la valutazione di programmi di calcolo e di serie storiche di dati per il cui esame sono necessarie specifiche competenze.

E' essenziale che l'incarico volto all'attività di "due diligence" sia conferito ad un soggetto diverso e del tutto indipendente da quello che procederà alla successiva attività di negoziazione volta alla ristrutturazione degli strumenti finanziari e/o del debito. In altri termini chi parteciperà alla selezione per l'incarico avente ad oggetto la "due diligence" (consulenza oggettiva), dovrà essere automaticamente escluso da ogni incarico relativo alla conseguente ristrutturazione.

Tutto ciò premesso l'incarico di "due diligence" dovrà essere affidato ad una società di consulenza finanziaria indipendente (consulenza oggettiva), o ad un intermediario autorizzato, referenziati e con riconosciute competenze e professionalità nell'area dell'ingegneria finanziaria e nella valutazione degli strumenti derivati. L'incarico dovrà essere remunerato specificatamente.

Il contenuto della prestazione consulenziale includerà:

- La rilevazione di tutti i contratti attualmente posti in essere tra l'ente locale e le controparti bancarie.
- L'analisi delle caratteristiche legali, contrattuali, di tutta la modulistica utilizzata relativa agli strumenti derivati negoziati in verifica della coerenza gli obiettivi dei contratti stessi.
- La conduzione di un'analisi di coerenza con gli obiettivi degli strumenti finanziari, cosiddetti "derivati", negoziati e la natura delle operazioni d'indebitamento sottostanti, con l'esplicita finalità di ottimizzare il profilo d'indebitamento ed il relativo costo per interessi in una logica di rigorosa copertura dei rischi come peraltro richiesto dalla normativa vigente.
- L'analisi del profilo di rischio delle posizioni in "derivati" compresa l'analisi di "shortfall" ovvero di massima perdita statisticamente attesa, in rapporto alle caratteristiche finanziarie delle esposizioni debitorie sottostanti. Tale stima dovrà essere effettuata attraverso l'adozione delle migliori metodologie quantitative correntemente utilizzate dalla prassi di mercato per quantificare il profilo di rischio di transazioni finanziarie complesse. Tali metodologie di valutazione, come pure i software e le serie storiche utilizzate devono essere presentate nella relazione finale, con tutti gli elementi utili per rendere trasparente e comprensibile lo stato del portafoglio di questi prodotti finanziari.
- Stima del valore di mercato delle posizioni in derivati, attraverso l'implementazione delle metodologie di stima quantitativa utilizzata nella migliore prassi di mercato per addivenire ad una stima del "fair value" dei suddetti contratti rispetto al valore di mercato "MTM" indicato dalla controparte. Tale indicazione consentirà di evidenziare se le posizioni in derivati configurano una situazione di perdita o di guadagno per l'ente locale, e di gestire opportunamente questa fonte di potenziale rischio economico per l'ente locale stesso.

- Tale perizia dovrebbe anche stimare il danno conseguente all'inadeguato utilizzo di strumenti finanziari derivati, calcolato con la cosiddetta metodologia "differenziale" (ovvero il valore differenziale rispetto ad equivalenti operazioni di massima efficacia ed efficienza).
- L'analisi di eventuali operazioni di ristrutturazione di posizioni in derivati di natura pregressa (c.d. "unwinding"). In tale ambito sarà necessario valutare i costi impliciti o eventuali fenomeni di "mispricing" sopportati in ogni operazione di ristrutturazione effettuata.

Riassumendo: la valutazione di un prodotto o portafoglio di prodotti derivati deve concretizzarsi alla stregua di una consueta "perizia tecnica" in grado di evidenziare i fenomeni sia qualitativi che quantitativi che dimostrino il livello di:

- a) adeguatezza / appropriatezza
- b) congruità
- c) efficacia, intesa come capacità degli strumenti di raggiungere gli obiettivi di copertura
- d) efficienza, intesa come maggiori e minori costi sopportati in rapporto al livello di massima efficacia delle operazioni sia in essere che pregresse ed in relazione ai reali e potenziali rischi sui sottostanti dei derivati stessi.

APPENDICE 2

Commissione Analisi Fondamentale: Modelli finanziari

(Consigliere Referente: Alfonso Scarano)

Nota di trasparenza nella rappresentazione degli strumenti finanziari derivati nei documenti finanziari

Premessa

Da tempo il gruppo di studio AIAF sugli enti locali affronta la tematica dell'utilizzo dei prodotti finanziari derivati. Partecipano al gruppo, a titolo personale, professionisti esperti di estrazione bancaria, consulenza finanziaria e legale e cultori della materia.

In tale ambito, il gruppo di lavoro ha collaborato per la realizzazione di un seminario specialistico sull'utilizzo dei prodotti finanziari derivati rivolto agli enti territoriali ospitato presso il Comune di Milano e svoltosi il 10 dicembre 2007. Una prima "nota di best practice" è stata pubblicata il 6 marzo 2008 ed è reperibile sul sito dell'associazione all'indirizzo: www.aiaf.it – **altre pubblicazioni**.

Finalità

Obiettivo di questa nota di best practice è di fornire alcune indicazioni pratiche ed operative agli amministratori ed ai funzionari degli enti locali per procedere ad una utile e trasparente contabilizzazione delle poste riferibili al dettaglio dell'impatto contabile dei prodotti finanziari derivati.

Contenuti

La presente nota riguarda principalmente il dettaglio contabile dei contratti finanziari derivati sui tassi di interesse (Interest Rate Swap - IRS) sia per quanto concerne i flussi (regolazioni periodiche) che i valori degli strumenti "mark to market" (MTM).

Infatti, nei contratti finanziari derivati esistono alcuni elementi che dovrebbero risultare reperibili ed evidenti nel bilancio previsionale e nel rendiconto consuntivo dell'ente locale, ed esattamente:

- l'eventuale "up front" (o anticipo);
- il "mark to market" (MTM) del derivato calcolato al momento della sottoscrizione;
- il saldo attivo o passivo annuale dei flussi finanziari;
- il "mark to market" (MTM) calcolato alla data del bilancio di previsione e alla data del rendiconto;
- una analisi del rischio correlato al prodotto derivato;

- una analisi prospettica del rischio legato ai flussi di cassa attesi futuri con indicazione della perdita potenziale massima attesa (“short fall” o “worst case”);
- l’indicazione del grado di efficacia della copertura.

Per quanto riguarda l’“up front” (o anticipo), è ormai chiaro nelle prassi che non possa essere destinato a spese correnti (titolo I). Di conseguenza la collocazione dello stesso al titolo III, entrate extra-tributarie, è da considerarsi impropria, così come già rilevato dalla Corte dei Conti e dal principio contabile per gli enti locali n.3, che al punto 47 precisa che: *“l’eventuale entrata derivante dalla contrattazione di swap finalizzati alla ristrutturazione dei tassi di interesse del residuo debito riguarda la rimodulazione del debito precedentemente contratto per investimenti ed incide sulle condizioni economico-finanziarie e gli equilibri di bilancio di medio-lungo termine; pertanto va considerata straordinaria da allocare nel titolo IV delle entrate”*.

Riteniamo che l’ “up front” ove già impropriamente utilizzato per finanziare spese correnti dovrà essere accantonato per motivi prudenziali, ad esempio attraverso la costituzione di un vincolo sull’avanzo di amministrazione.

Per quanto riguarda i saldi annuali è chiaro che il differenziale negativo, ovvero quanto occorre pagare nel corso dell’anno, non può che essere considerato una spesa corrente e deve essere quindi classificato come spesa da titolo I.

Più delicata è invece la collocazione del saldo positivo. Ove fosse composto di soli interessi sarebbe sostenibile la tesi di una sua collocazione al titolo III, entrate extratributarie.

Tuttavia, si ricorda che la sezione Lombardia della Corte dei Conti opta, prudenzialmente, per una collocazione al titolo IV e cioè tra le Entrate da alienazioni, trasferimenti in conto capitale.

Le spese connesse alla definizione di nuovi diritti, ad esempio acquisto di cap, (premi pagati “una tantum”, anziché in termini di maggiorazione degli spread) dovranno essere imputate al Titolo II della spesa quali “costi pluriennali” da ammortizzare.

Dall’analisi dei documenti di bilancio, si evince che la contabilizzazione dell’MTM dovrebbe richiedere l’auspicata introduzione di un bilancio rispettoso degli International Public Sector Accounting Standards (IPSAS, norme che riguardano la Pubblica Amministrazione equivalenti agli International Financial Reporting Standards IAS/IFRS applicati alle imprese quotate), in aggiunta all’attuale prassi di contabilità finanziaria.

Nell’immediato, un primo passo, anche se non risolutivo, è stato compiuto dalla legge finanziaria per il 2008 che ha previsto all’art. 3, comma 383 che venga allegato al bilancio dell’ente una nota informativa in ordine agli strumenti finanziari derivati che l’ente ha concluso o intende concludere.

Tale informativa, peraltro, dovrebbe includere tutte le informazioni tecniche relative all’operazione, i flussi differenziali generati a partire dalla data di stipula del contratto, quelli potenziali previsti dalla struttura a scadenza e la valutazione dell’MTM, ad esempio calcolata su base trimestrale.

Per quanto riguarda il merito del grado di efficienza della copertura ricordiamo innanzitutto che la normativa vieta la stipulazione di contratti di natura speculativa.

Tuttavia riterremo opportuno, in via volontaria ed al fine di una maggiore trasparenza, che sia periodicamente verificato che sia ancora sussistente l'indebitamento che è stato oggetto dell'operazione in derivati, ovvero che vi sia corrispondenza tra la struttura dei derivati ed il debito sottostante (efficacia di copertura).

Sarebbe anche auspicabile che oltre al valore dei debiti in essere o previsti in sede di relazione previsionale e programmatica o di nota integrativa siano sempre evidenziati la composizione complessiva del debito dell'ente (esposizione a tasso fisso e/o variabile), la durata media del debito e le caratteristiche principali dello stesso. In tal modo sarà dunque possibile valutare il peso del valore di mercato delle operazioni di finanza derivata rispetto all'indebitamento globale.