



Derivati ed EE.LL.: trasparenza, criticità e diagnostica, "best practice", il superamento del contenzioso

Nicola Benini
vice presidente Assofinance-
Associazione dei Consulenti Finanziari Indipendenti

TORINO 13 luglio 2011

“Trasparenza è la chiarezza con cui un soggetto (tipicamente venditore o fornitore di servizi) illustra ad un altro soggetto (tipicamente acquirente) le caratteristiche del prodotto/servizio in oggetto e le sue funzionalità” (Wikipedia)

Contratti derivati negli Enti Locali



- ❖ **Trasparenza:** quale forma e gli auspici delle “authority”;
- ❖ **Analisi quantitativa:** le dimensioni del mercato;
- ❖ **Analisi qualitativa:** le criticità rilevate;
- ❖ **Focus:**
 - Le componenti economiche nel Bilancio pubblico;
 - Le componenti di costo nei contratti “O.T.C.” e la congruità;
 - La convenienza economica nelle ristrutturazioni del debito;
 - Il rischio di credito ed i fondi per l’ ammortamento del debito. “amortising swap” e “sinking funds”;
 - Portafogli di CDS e finanziarizzazione di clausole contrattuali.
- ❖ Prevenzione e superamento del **contenzioso**;
- ❖ **Regole di “best practice”** ed allegati

Trasparenza: fluido imprescindibile per il funzionamento del sistema



Banca d'Italia:

“Prodotti trasparenti e correttamente collocati, che riflettano le esigenze e la propensione al rischio dei clienti, non sono solo un beneficio per questi ultimi; lo sono anche per le banche, per il sistema finanziario e per l’economia nel suo complesso.

È questo uno degli insegnamenti che si possono trarre dalla crisi finanziaria.”

Trasparenza e stabilità, in altri termini, sono due facce della stessa medaglia”.

Anna Maria Tarantola Roma 6 giugno 2011

Relazione annuale Consob

9 maggio 2011



Presidente G.Vegas:

“Il rischio di un conflitto fra protezione dei risparmiatori e sviluppo del mercato nasce in realtà da approcci formalistici. L'azione di regolazione e di “enforcement” deve invece guardare alla sostanza dei fenomeni e deve gestire i rischi di arbitraggio tra ordinamenti che nascono dalla divergenza tra prassi di vigilanza delle Autorità nazionali anche quando i sistemi di regole sono perfettamente armonizzati a livello internazionale”.

Trasparenza: orientamento CONSOB



- **Comunicazione n. 9019104** del 02 marzo 2009
- **Nota tecnica “Istruzioni metodologiche per la qualificazione dei rischi e la determinazione dei costi impliciti nei contratti di indebitamento con sottostanti derivati”** in allegato alla Audizione relativa alla “Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche Amministrazioni”- 18 marzo 2009- Comm. V Finanze e Tesoro del Senato
- **Quaderno di finanza n°63** aprile 2009 “**Un approccio quantitativo risk- based per la trasparenza dei prodotti d’investimento non equity**” (approccio a tre pilastri)
- **“Schema di Reg. Min. di attuazione dell’ art 3 L. Finanziaria 2009”**. (In consultazione dal 22 settembre al 30 ottobre 2009)

La trasparenza nella negoziazione di strumenti illiquidi



Comunicazione CONSOB n. 9019104 del 02 marzo 2009

“Il dovere dell’intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi”

“L’intermediazione finanziaria avviene in un contesto di asimmetrie informative. Complessità, costi dell’informazione, e grado di cultura finanziaria determinano un deficit in capo alla clientela, la cui intensità è direttamente legata alla tipologia dell’operazione ed alla natura del cliente medesimo”.

“Nota tecnica” del d.g. della CONSOB allegata all’indagine conoscitiva sui contratti derivati



Approccio metodologico “*risk based*” **esteso ai contratti di finanziamento** con componenti **derivate esplicite ed implicite** (in larga misura “*Interest Rate Swap*”) analogo a quello già utilizzato per polizze finanziarie (ramo vita III Unit ed index linked)

E’ **estendibile** agli EE.LL e pubbliche amm.ni che stipulano derivati;

Si basa sulla possibilità di **valutare il rischio finanziario in maniera comparabile.**

CONSOB: obblighi di trasparenza nella negoziazione di strumenti derivati



Specifici obblighi di “*disclosure*” in capo agli intermediari: presidi di trasparenza e correttezza

- Obbligo di scomposizione (“*unbundling*”) con distinzione tra “*fair value*” e costi impliciti o espliciti;
- Obbligo di indicare il valore di smobilizzo dell’investimento nell’istante immediatamente successivo alla transazione
- Obbligo di definire le diverse modalità di smobilizzo delle posizioni sul singolo prodotto
- Obbligo di confrontare il prodotto offerto con prodotti semplici, noti, liquidi ed a basso rischio di analoga durata e, ove esistenti, con prodotti succedanei di larga diffusione e di adeguata liquidità

Trasparenza formale o sostanziale?

l'approccio quantitativo



Trasparenza efficace: consente flussi informativi **comprensibili, segnaletici, comparabili** imprescindibili al riequilibrio delle asimmetrie cognitive/informative;

Da concetto astratto e soggettivo (“qualitativo”) ad **oggettivo e misurabile** (“quantitativo”)

Vantaggio sociale rilevantissimo: ripristino del “*black out*” di **fiducia** tra intermediari ed investitori, **cultura finanziaria, prevenzione** delle patologie finanziarie.

Innovazione e regolamentazione: un difficile “*trade off*”



***La finanza derivata non produce ricchezza, ma
trasferisce rischi.***

***Il trasferimento dei rischi è asimmetrico laddove i
soggetti non siano in grado di valutarli
(misurarli e stimarli) correttamente”***

Innovazione e regolamentazione: un difficile “*trade off*”



Le regole come motore, la trasparenza
il suo fluido, i principi il carburante

- adeguamento alle esigenze/obiettivi e coerenza (“*know your customer rule*”);
- *conoscenza del prodotto* “*merchandise rule*”;
- adeguatezza (“*suitability*”);

Analisi quantitativa: le dimensioni del mercato derivati negli EE.LL.



- Problema storico: nessun censimento completo dei valori nozionali, ma solo rilevazioni funzionali alle attività/necessità del soggetto che ha prodotto le stime o i dati;
- Tre indagini conoscitive presso la VI Comm. Finanze del Senato (2005-2007-2009) non hanno prodotto dati esaustivi ma solo parziali e/o non coincidenti;
- Parziale quantificazione del rischio da parte di Bankitalia

Analisi quantitativa- Indagine conoscitiva

Comm. Fin. Senato: audizioni M.E.F. e Corte dei Conti 2009



Alcuni dati aggregati indicati dal M.E.F.:

- Il **59,5%** del nozionale complessivo con controparti estere;
- Il 40,5% residuo contempla anche filiazioni italiane di banche estere;
- **600 enti** ed oltre **1000 i contratti** in essere al 31.12.2008 (quanti contratti negoziati in tutto?)
- **nozionale complessivo 35,5** miliardi di euro (27,2 per Corte dei Conti senza Piemonte Trentino A.A. e Valle d'Aosta),
- **Nozionale medio 34,5** milioni di euro per ente.

Analisi quantitativa: le dimensioni del mercato. Bollettino statistico Bankitalia



- Bollettino statistico trimestrale sui dati di Centrale Rischi: apprezzabile nei dettagli, ma campione parziale relativo controparti soggette al monitoraggio;
- Riflette i soli dati di valore intrinseco, segnaletici per IRS, ma insufficienti alla misurazione degli effetti economici delle componenti opzionali;
- Non permette la quantificazione del il rischio di credito nei fondi per l'ammortamento del debito (art 41 L.448/2001). Sola indicazione valori nozionali C.D.S. controparti italiane.

B.7.5.1**DERIVATI CREDITIZI**

Distribuzione per tipo di derivato e settore di attività economica della clientela

TDB30595

BancheFonte: segnalazioni di vigilanza
Consistenze in milioni di euro**Dicembre 2010**

Acquisto di protezione

Vendita di protezione

	Acquisto di protezione			Vendita di protezione		
	Amministr. pubbliche	Società creditizie e finanziarie	Resto del mondo	Amministr. pubbliche	Società creditizie e finanziarie	Resto del mondo
Credit default swap index	-	-	101.046	-	347	101.699
Credit default swap	859	1.918	68.490	-	868	64.464
Credit default option	-	15	100	-	-	400
Total rate of return swap	-	870	210	-	180	354
Altri derivati creditizi	-	-	-	-	-	140

Distribuzione per comparti di attività economica della clientela e classi di grandezza del fido globale accordato

TDB30591

Banche

Fonte: Centrale dei rischi
 Numeri in unità
 Consistenze in milioni di euro
 Classi di grandezza in unità di euro

Dicembre 2010

	Totale	da 30.000 a 75.000	da 75.000 a 250.000	da 250.000 a 1.000.000	da 1.000.000 a 5.000.000	oltre 5.000.000
a. TOTALE						
Numero soggetti	38.495	991	4.761	6.897	12.408	12.270
Valore intrinseco	52.238	31	60	196	1.224	45.373
b. AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE						
Numero soggetti	316	1	15	38	96	152
Valore intrinseco	3.340	..	11	5	27	3.293
c. SOCIETÀ FINANZIARIE						
Numero soggetti	410	6	9	31	47	259
Valore intrinseco	7.317	4	1	3	5	3.767
d. SOCIETÀ NON FINANZIARIE						
Numero soggetti	29.804	277	1.352	5.206	11.434	11.203
Valore intrinseco	5.869	10	15	115	577	5.058
<i>di cui: industria</i>						
Numero soggetti	10.607	48	222	1.247	3.920	5.068
Valore intrinseco	1.747	1	2	21	156	1.556
<i>edilizia</i>						
Numero soggetti	3.823	28	165	681	1.508	1.396
Valore intrinseco	590	6	2	12	67	471
<i>servizi</i>						
Numero soggetti	14.747	197	936	3.160	5.734	4.540
Valore intrinseco	3.448	3	10	80	338	2.966
e. FAMIGLIE PRODUTTRICI						
Numero soggetti	2.673	149	875	945	540	91
Valore intrinseco	51	..	3	10	22	14
f. FAMIGLIE CONSUMATRICI						
Numero soggetti	4.269	546	2.449	591	139	51
Valore intrinseco	85	3	6	8	9	20
g. RESTO DEL MONDO						
Numero soggetti	476	2	12	28	58	207
Valore intrinseco	15.627	13	24	37	491	13.460

B.7.5.1**DERIVATI CREDITIZI****Distribuzione per tipo di derivato e settore di attività economica della clientela**

TDB30595

BancheFonte: segnalazioni di vigilanza
Consistenze in milioni di euro**Dicembre 2009**

	Acquisto di protezione			Vendita di protezione		
	Amministr. pubbliche	Società creditizie e finanziarie	Resto del mondo	Amministr. pubbliche	Società creditizie e finanziarie	Resto del mondo
Credit default swap index	-	20	61.050	-	70	62.009
Credit default swap	842	500	54.373	-	1.190	46.677
Credit default option	-	-	-	-	-	-
Total rate of return swap	-	-	194	-	-	287
Altri derivati creditizi	-	50	81	-	-	234

B.7.5.3**DERIVATI FINANZIARI**

Distribuzione per comparti di attività economica della clientela e classi di grandezza del fido globale accordato

TDB30590

Banche

Fonte: Centrale dei rischi
Numeri in unità
Consistenze in milioni di euro
Classi di grandezza in unità di euro

Dicembre 2009

	Totale	da 30.000 a 75.000	da 75.000 a 250.000	da 250.000 a 1.000.000	da 1.000.000 a 5.000.000	oltre 5.000.000
a. TOTALE						
Numero soggetti	43.752	1.688	6.885	8.469	14.289	12.421
Valore intrinseco	47.941	40	140	213	1.750	45.798
b. AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE						
Numero soggetti	470	6	30	78	173	183
Valore intrinseco	2.264	2	5	14	54	2.190
c. SOCIETÀ FINANZIARIE						
Numero soggetti	704	7	19	48	132	498
Valore intrinseco	24.035	8	45	25	413	23.544
d. SOCIETÀ NON FINANZIARIE						
Numero soggetti	33.061	324	1.777	8.397	13.172	11.391
Valore intrinseco	6.405	14	27	142	735	5.488
<i>di cui: industria</i>						
Numero soggetti	11.859	55	355	1.780	4.649	5.020
Valore intrinseco	2.091	1	4	30	212	1.845
<i>edilizia</i>						
Numero soggetti	3.983	28	229	865	1.702	1.159
Valore intrinseco	451	..	8	17	90	336
<i>servizi</i>						
Numero soggetti	16.472	240	1.153	3.596	6.483	5.000
Valore intrinseco	3.756	13	15	92	413	3.223
e. FAMIGLIE PRODUTTRICI						
Numero soggetti	3.114	244	1.149	1.115	537	69
Valore intrinseco	56	..	4	12	25	14
f. FAMIGLIE CONSUMATRICI						
Numero soggetti	6.091	1.105	3.897	803	216	70
Valore intrinseco	107	3	10	10	35	50
g. RESTO DEL MONDO						
Numero soggetti	312	2	13	28	59	210
Valore intrinseco	15.075	14	51	10	488	14.512

B.7.5.1**DERIVATI CREDITIZI****Distribuzione per tipo di derivato e settore di attività economica della clientela**

TDB30595

Banche

Fonte: segnalazioni di vigilanza
Consistenze in milioni di euro**Dicembre 2008**

	Acquisto di protezione			Vendita di protezione		
	Amministr. pubbliche	Società creditizie e finanziarie	Resto del mondo	Amministr. pubbliche	Società creditizie e finanziarie	Resto del mondo
Credit default swap index	-	30	45.990	-	20	48.332
Credit default swap	46	637	66.665	803	1.710	57.383
Credit default option	-	-	363	-	-	85
Total rate of return swap	-	50	117	-	-	196
Credit spread swap	-	-	-	-	-	-
Credit spread option	-	-	-	-	-	-
Altri derivati creditizi	803	569	324	-	30	262

B.7.5.3**DERIVATI FINANZIARI**

Distribuzione per comparti di attività economica della clientela e classi di grandezza del fido globale accordato

TDB30590

Banche

Fonte: Centrale dei rischi
 Numeri in unità
 Consistenze in milioni di euro
 Classi di grandezza in unità di euro

Dicembre 2008	Totale	da 75.000 a 250.000	da 250.000 a 1.000.000	da 1.000.000 a 5.000.000	oltre 5.000.000
a. TOTALE					
Numero soggetti	47.008	10.125	8.835	15.189	12.859
Valore intrinseco	47.444	128	912	1.433	44.972
b. AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE					
Numero soggetti	453	28	71	166	188
Valore intrinseco	1.929	6	11	60	1.854
c. SOCIETÀ FINANZIARIE					
Numero soggetti	654	19	48	134	453
Valore intrinseco	19.698	50	41	318	19.290
d. SOCIETÀ NON FINANZIARIE					
Numero soggetti	34.505	1.994	6.561	14.087	11.863
Valore intrinseco	6.921	17	122	748	6.034
<i>di cui: industria</i>					
Numero soggetti	12.681	385	1.840	5.118	5.338
Valore intrinseco	2.201	4	25	223	1.949
<i>edilizia</i>					
Numero soggetti	4.284	254	910	1.911	1.209
Valore intrinseco	516	2	19	139	356
<i>servizi</i>					
Numero soggetti	16.812	1.312	3.664	6.734	5.102
Valore intrinseco	4.124	11	76	368	3.670
e. FAMIGLIE PRODUTTRICI					
Numero soggetti	3.017	1.337	1.103	513	64
Valore intrinseco	53	5	13	23	11
f. FAMIGLIE CONSUMATRICI					
Numero soggetti	8.074	6.733	1.023	233	85
Valore intrinseco	223	27	46	73	76
g. RESTO DEL MONDO					
Numero soggetti	305	14	29	56	206
Valore intrinseco	18.620	23	678	211	17.707

Analisi qualitativa: le criticità specifiche rilevate negli EE.LL.



- Contrattualistica con giurisdizione “**crossborder**” e “**governing law**” inappropriate;
- **Complessità interpretativa** degli “*standards*” d’uso negli accordi contrattuali (“*ISDA Master Agreements*”, “*Confirmations*”, “*Amortising Swap Transaction*”, “*Schedules*”, “*Annex*”, “*Credit Derivative Definitions*”, “*Guaranty letters*”, “*Side letters*”, “*Transaction letters*”, “*Settlement Agreements*”, “*Security Agreement*”, “*Amendment*”...);
- Clausole di “**non reliance**”/ salvaguardia;
- **Consulenza legale** delegata alla controparte;
- Criticità nelle **procedure di gara** a trattativa privata, **criteri selettivi di natura** soggettiva (“blasone”) anziché oggettivi (competenza ed indipendenza di giudizio);
- Competenze dei processi decisori e deleghe: le osservazioni delle Sezioni di Controllo della Corte dei conti.

...MIFID: opportunità o rischio?

MIFID: sistema di regole “banco-anglocentrico”

Forte influenza delle norme dei “*regulators*” inglesi e della vigilanza della *Financial Services Authority*

Principio di “*home country rule*” e contratti a legge regolatrice “*crossborder*”:

Livello di “*disclosures*” in base alla legge prescelta ma interpretazione delle norme da parte del giudice inglese

Possibilità di arbitraggi giurisdizionali e normativi

n.b. Giurisdizione anglosassone basata sul principio generale del “*caveat emptor*” e della “*misrepresentation*”. No tutela ex art.21 Elevati costi processuali e rischio di pubblicità del contenzioso.

...le criticità specifiche: EE.LL.

- complesse ingegnerizzazioni per il **rinvio agli esercizi futuri degli oneri** relativi al servizio del debito (profilo crescente dei valori attuali dei flussi)
- **ristrutturazione sintetica dei debiti** dei comuni indebitati a **tasso fisso** (spesso con CC.DD.PP.) con conseguente “induzione” anziché “riduzione” del rischio;
- “**upfront**”: hanno creato distorsioni percettive ed utilizzi impropri;
- **costi/commissioni implicite**: quale congruità? (tabella).
- Incoerenza e/o inadeguatezza **componenti opzionali**
- Utilizzo di **modelli previsivi** nella gestione del rischio, rappresentazione degli esiti senza probabilità associata



...le criticità specifiche: EE.LL.

“riduzione del **costo finale** del **debito**” (art 1-736 L.F. 2007)
principio **economico** difficilmente praticabile se lo strumento per ristrutturare è il derivato..

il principio di “**economicità complessiva**”...deve trovare fondamenti quantitativi (fenomeni di “*mispricing*”- “*upfront*” non coerenti, sbilanciamento delle componenti opzionali..)

“riduzione dell’**esposizione ai rischi di mercato**” è obbiettivo perseguibile ma sono necessarie le diagnostiche “*ex ante*” mediante scenari probabilistici;

Confusione tra modelli previsivi (“prognostici”) e modelli di diagnostica per la stima dei rischi, pricing..

“contenimento dei **rischi di credito** assunti”

Gestione dei fondi per l’ammortamento del debito connessi alle emissioni “*bullet*” (fondo di ammortamento o “*sinking fund*” / swap di ammortamento o “*amortising swap*” chirografario o vincolato)

..costi e commissioni implicite..



- Derivati O.T.C. “*par*”: concetto teorico ipotizzabile senza servizio di intermediazione tra due parti ad interessi simmetrici e contrapposti in ipotesi di neutralità del rischio (scambio al “*fair value*”);
- **Commissioni implicite** sono una componente del **costo implicito**;
- **Costi impliciti**: “*hedging cost*” (costi di copertura) “*market charge*” (“*bid/ask spread*”), “*credit charge*”, “*mark up*”
- Delegazione di pagamento e “*credit charge*”;
- La questione della **congruità**: esiste un “costo” congruo?
- Il problema della mancata esplicitazione;
- **Best practice**: “*beauty contest*”- gara con esplicitazione e trattativa sulle singole componenti super “*fair value*”



..**commissioni implicite: quale congruità?**

- Il costo dipende da molti fattori e quindi non esiste un standard: tipologia contrattuale, mercato di riferimento, dimensioni, durata, controparti...
- Il valore assoluto non è segnaletico: va confrontato in bps (*“basis points”* ovvero 100bps=1%) sul nozionale (medio se ammortizzato).
- Un riferimento in dottrina: **J. Hull** (York e Toronto University) *“Opzioni futures & altri derivati”*: *“In genere, gli swaps più comuni, fisso contro variabili su IRS in USD, sono strutturati in modo che la banca guadagni circa 3-4 bps annui per ogni coppia di swaps di segno opposto”*
- Inchiesta del Sole 24 ore “plus” dal 2008-2011: 43 EE.LL. costo medio annuo 22 bps (min: 10-11; max: oltre 40)

Convenienza economica

art 41 L. 448/01

Sussistenza o meno: oggetto di contenzioso civile e penale;

“*convenienza economica*” ma poi “*valore finanziario delle passività totali*”: “*ratio*” finanziaria o economica o entrambe?

Calcolata su **ogni mutuo** da ristrutturare post 1996;

Quali tassi di attualizzazione?

Circolare CC.DD.PP. n° 1255 del 27.01.2005 “*risk free*” + “*spread cc.dd.pp.*”.

Interpretaz. MEF (su richiesta specifica nel 2007) tasso corretto per il rischio controparte (es: curva BTP + *spread* ente o “*risk free*” + rischio Italia+ rischio ente),

..Convenienza economica

art 41, II, L.448/01



Presenza di contratti derivati precedenti ai fini del calcolo

- a) mantenimento del derivato precedente è ininfluenza;
- b) chiusura per “*cash*” ininfluenza, salvo valutare l’opportunità di una chiusura anticipata e rilevazione contabile del costo di chiusura da parte dell’ ente
- c) ristrutturazione del derivato: si deve tener conto del “delta” M.T.M.

Ristrutturo con derivato: non vi è un risparmio di valore attuale nel portafoglio finanziario ristrutturato.

Il risparmio fiscale si è trasformato in un “rischio fiscale” (art 2 D.Lgs. 239/96, Legge finanziaria 2006)

“Timing” del calcolo: convenienza puntuale

La gestione dei fondi di ammortamento del debito (L. 448/01-D.M. 389/03)



Fondo di ammortamento o swap di ammortamento per il debito?

Entrambe le soluzioni presentano vantaggi e criticità.

Strumenti complessi.

- ❖ **Swap di ammortamento:** rischio di credito della/e controparte/i (1/4), con vendita di C.D.S. (in genere Repubblica Italiana) si trasforma in “*sinking fund*” sintetico con eventuale riduzione del rischio controparte bancaria mediante pegno.
- ❖ **Fondo di ammortamento:** rischio di credito trasferito dalle banche ai titoli del “*collateral account*”, ma rischio conflitto di interesse, e rischio “finanziarizzazione” delle clausole contenute nella “*amortising swap transaction*”

Finanziarizzazione delle clausole contrattuali..

- Clausole di sostituzione per i titoli del “*collateral account*” previste nella “*amortising swap transaction*”. Attenzione alle norme contrattuali relative alla “*substitution of collateral securities*” (quale rating minimo?)
- Possibile utilizzo di leve nel “*basket*” delle “*credit derivative transactions*” in quanto titoli sostituibili entro i limiti di concentrazione;
- “*Unwind cost*” per sostituzione volontaria (costi di “*hedging*” caricati dalla banca;)
- Analizzare i “*terms*” del S.F.: “*credit event*” (rischio moratoria o ristrutturazione attualissimo!), i termini di “*settlement*” ..
- ..e le regole di aggiustamento per le “*default securities*” che seguono il “*credit event*” (consegna titoli all’ Ente che deve ripianare il S.F. costo finale in funz.del “*recovery*”)

Finanziarizzazione delle clausole contrattuali: un esempio di leva



Limiti previsti per le “*eligible entities*” (all: “*schedule*”)

- Italia (BTP) → Max 100%
- Corporate bond → Max 50%

Piano del Sinking Fund:

No rating minimo
di sostituzione?



Protezione al rischio di credito (ricavo?)

Vendita **100% +50%** protezione CDS

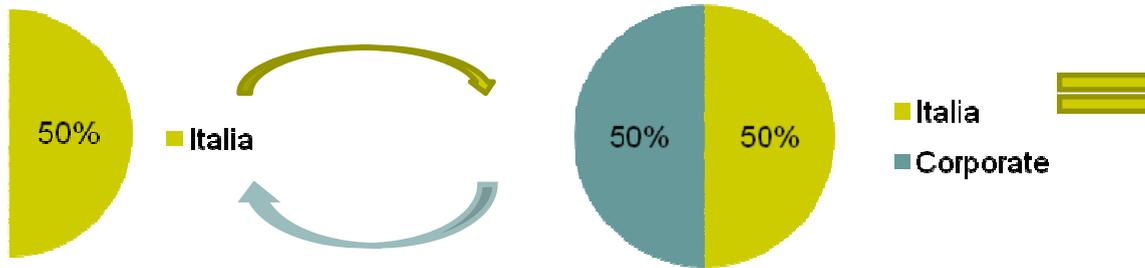


Copre il rischio di mercato

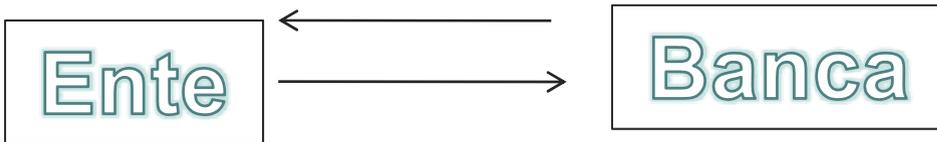


Finanziarizzazione delle clausole contrattuali: un esempio di leva

DEFAULT ITALY?



Ente ritira dal SF tutti i BTP



Ente versa val. nominale nel SF



Banca ritira BTP (recovery)



Banca onora il CDS



..criticità EE.LL: la confusione dei ruoli

“ARRANGER”: è il soggetto che, ingegnerizza predispone e adatta gli strumenti realizzando concretamente la struttura dell'operazione. Svolge una attività di **consulenza strumentale** richiesta. E' controparte del cliente. Svolge attività d'impresa.

“ADVISOR”: colui che presta la consulenza oggettiva quindi consiglia e suggerisce la natura e tipologia degli strumenti adeguati, efficaci/ efficienti in coerenza con obiettivi e esigenze generali o specifiche. Opera nell'esclusivo interesse della mandante è controparte rispetto all'intermediario. Deve essere indipendente (albo/associazioni cat.) e non può prestare una consulenza gratuita (Svolge attività professionale con remunerazione a parcella professionale esclusivamente da parte della mandante)

Le criticità specifiche: la rappresentazione economica



Valutazione **della sola componente finanziaria** anziché **economica-finanziaria** sia in fase propositiva che di analisi di convenienza e di rilevazione nei Bilanci degli Enti

Intervento del Ministero degli Interni: **principio contabile n°**
*“Osservatorio per la finanza e la contabilità enti locali
Gestione del sistema del bilancio 2009*

Fondamenti generali sub 3:

Il principio contabile sulla gestione si fonda sul principio della competenza finanziaria ma deve orientare la rilevazione dei fatti di gestione alla valutazione dei costi ed oneri e dei correlati proventi e ricavi per ottenere informazioni secondo il principio della competenza economica. L'aspetto economico della gestione, in tutta la normativa, è componente fondamentale degli obiettivi che l'ordinamento assegna al sistema informativo obbligatorio.

Le criticità specifiche: la rappresentazione economica



Inoltre ai fini dell'assunzione delle decisioni è essenziale fornire informazioni anche in merito alla situazione patrimoniale-finanziaria e alla sua evoluzione nel tempo, nonché sugli andamenti economici programmati dell'ente.

Non può ritenersi sufficiente il raggiungimento del pareggio finanziario per la formulazione di un giudizio completo sul futuro andamento e sui futuri equilibri economico-finanziari dell'ente.

L'equilibrio economico a valere nel tempo è un obiettivo essenziale dell'ente da verificare costantemente.

Ciò comporta che anche nella gestione l'aspetto finanziario deve esprimere al meglio la dimensione di fatti economici complessivamente e singolarmente valutati, anche per garantire l'effettivo equilibrio economico durevole nel tempo.

Mancato impatto dei derivati nei rendiconti previsionali e consuntivi anche post finanziaria 2008: allegati e note esplicative carenti. Confusione tra “*upfront*”, “*regolazioni periodiche*”, “*mark to market*”.

La rappresentazione in Bilancio



- Principi generali (non derogabili): **trasparenza, correttezza, veridicità, prudenza, integrità.**
- I derivati dovrebbero trovare esaustiva allocazione nei documenti contabili del Bilancio pubblico
- Applicazione dei Principi contabili dell' Osservatorio per la Finanza e la Contabilità degli EE.LL: principio n° **24** che tuttavia fa riferimento alle regolazioni periodiche ed “*upfront*” relativi agli IRS. I principi generali del Bilancio + fondamenti generali impongono di allocare l' MTM.

La rappresentazione in Bilancio

- **“Upfront”**: rientra nel concetto di debito- (Corte dei Conti art 6 L. 133/08. Trasferimento di capitale (titolo IV cat 4). Forma di ricorso al mercato finanziario. No a copertura “unwinding”. Circ. MEF 2 maggio 2004: *“eventuale sconto o premio deve essere regolato contestualmente alla data di inizio dell’operazione derivata”* ergo non per compensare MTM.
- **Regolazioni positive** IRS: titolo III entrate extratributarie, (cat 3 interessi su anticip e crediti- voce 19, codice 3325);
- **Regolazioni negative** IRS: titolo I spese correnti, (voce 19 intervento 06 anche se non si tratta di “interessi passivi”
- *Best practice*:
 - Netting positivo**: da accantonare a fondo rischi futuri;
 - Mark to Market**:
 - a) se non c’è intenzione di estinguere anticipatamente: **fondo rischi**
 - b) se c’è intenzione: **oneri straordinari gestione corrente** (intervento 08) da considerare per il calcolo ai fini del patto di stabilità e crescita interno come indebitamento netto.

Fondi per l'amm.to del debito: “*best practice*” di trasparenza



La nota informativa allegata al Bilancio (ex art 3 comma VIII L.203/2008 -finanziaria 2009) dovrebbe fornire tutti i dati relativi:
caratteristiche degli IRS- natura tipologia esplicitazione
componenti opzionali (“*top side*”, soglie, “*cap*”, “*floor*” ecc.)
separata indicazione M.T.M.

Composizione del “*sinking fund*”: portafoglio del “*collateral account*” con quantità, ISIN e valore di mercato dei titoli (a prezzo “*bid*”),

indicazione delle “*eligible entity*” indicate nella “*schedule*” e relativi limiti di concentrazione (all. c):

problema delle garanzie dei titoli subordinati e degli “*issuer*”
“reali”

Indicazione del “*forward investment plan*”

esplicitazione dei rischi di credito e/o liquidità

Il ruolo degli allegati e note esplicative nei Bilanci previsionali e consuntivi



- MTM non trova precise indicazioni nelle codifiche SIOPE (Sistema Informativo Operazioni Enti della Ragioneria Generale dello Stato)
- Fondi di amm.to: controparte fornisce il valore complessivo M.T.M. dell' "*amortising swap transaction*" (swap di amm.to + swap di tasso + fondo di amm.to). Quale rischio di credito? Verificare il "*credit derivative report*" se è relativo ai soli investimenti già effettuati o a tutto il piano di investimento.
- Quale indicazione di MTM? Valore aggregato. Costo di sostituzione comprensivo di "*hedging cost*" e del valore delle clausole di sostituzione ("*switch rights*") limitatamente al portafoglio attuale e prospettico.

Prevenzione e superamento del contenzioso



- “*Best practice*” stragiudiziale: eventuale reclamo formale e tavoli di lavoro e confronto tra c.t.
- Tentativo mediazione obbligatoria (ai fini della procedibilità) per controversie bancarie e finanziarie mediante organismi accreditati dal Ministero di Grazia e Giustizia (dal 20 marzo 2011) :
 - Conciliazione CONSOB
 - Conciliazione Bancaria ABI ed Arbitro B.F.
- Accertamento tecnico preventivo (696-bis c.p.c.)



Rischi per gli EE.LL. tabella riassuntiva

- **Rischio mercato:** andamento dei tassi e grandezze finanziarie
- **Rischio di credito:** credito pieno (insolvenza o “*full credit risk*”), moratorie, ristrutturazioni..consegna (“*delivery risk*”) un rischio di regolamento- contenzioso sostituzione (“*substitution risk*”) è un rischio di controparte (lehman)
- **Rischio leva** (“*leverage risk*” indotto dal portafoglio CDS della banca)
- **Rischio liquidità** (titoli del “*collateral account*”)
- **Rischi operazionali** (frodi, procedure interne e controlli, documentazione, deleghe..)
- **Rischio valutazione** (“*evaluation risk*”) “quale valutazione MTM”? Metodologie di valutazione: modelli generalmente accettati di mercato o la “*market quotation*”?

Monitoraggio e controllo: auspicio dei consulenti indipendenti



L'informativa a carico di chi ingegnerizza i prodotti deve contenere gli elementi per le c.d. procedure di “***reverse engineering***” operate dalla Vigilanza (CONSOB) e dai consulenti indipendenti specializzati in diagnostica degli strumenti

Premessa alle regole di Best Practice: percezione e consapevolezza dei fattori di rischio



- **Percezione:** processo soggettivo influenzato da fattori distorsivi
 - Fattori endogeni: fattori emozionali, irrazionalità, euristiche decisionali (“*behavioural finance*”)
 - Fattori esogeni: asimmetrie conoscitive ed informative, carenza culturale specifica, confusione dei ruoli

Il rischio non deve essere associato/ confuso con il concetto di “pericolo”.

- **Consapevolezza:** rischio come entità oggettiva misurabile, monitorabile e confrontabile con processi “razionali e verificabili” purchè sussistano condizioni di “*neutralità, trasparenza e normalità*” (cfr. a.g. I.A.S. 39)

Regola di “*best practice*”: *diagnostica pianificazione e programmazione dei rischi finanziari*



La pianificazione finanziaria come metodo necessario di acquisizione della “consapevolezza” ovvero la diagnostica delle esigenze e gli strumenti più efficaci ed efficienti per farvi fronte

- **Obiettivo:** coerenza tra le esigenze dell’Ente di trasferimento del rischio e proposte di chi lo gestisce professionalmente.
- Consapevolezza “ex ante” del rischio.
- Sistema di monitoraggio e valutazione “ex post” *indipendentemente dall’andamento dei mercati finanziari.*

**Regola di "*best practice*":
previsioni finanziarie come
supporto decisionale?**



**Le previsioni finanziarie non sono
strumento di
programmazione/gestione del
debito e di gestione del rischio**

“Best practice”: capire i ruoli dei soggetti attori e il loro interesse



La banca puo' assumere il ruolo di:

- **Intermediario** in genere nella negoziazione di strumenti quotati;
- **Controparte** nella negoziazione/collocamento di strumenti “over the counter”

Vi è il rischio di sovrapposizione o confusione nei ruoli di “**arranger**” o collocatore ed “**advisor**”.

Il servizio di consulenza **sul** prodotto è strumentale alla vendita del prodotto (c.d. “*consulenza strumentale*”).

La consulenza finalizzata alla verifica di adeguatezza (efficacia, efficienza e coerenza) è “*consulenza oggettiva*” che oggi puo' essere affidata a consulenti finanziari indipendenti (iscritti al relativo albo professionale)

Best practice: regole di copertura



L'attività di copertura deve comportare *l'assunzione di un rischio* (connesso al derivato finanziario) al fine di *ridurre o eliminare* un altro connesso all'attività sottostante reale.

La posizione complessiva deve risultare di *rischio inferiore a quello iniziale*, altrimenti l'operazione è da considerarsi *speculativa/ di gestione*

Allegato: le finalità dei contratti derivati



- *Finalità di trasferimento/copertura dei rischi*
- *Finalità di gestione/speculazione*
- *Finalità di arbitraggio*
- *Finalità sintetiche (ristrutturazione di debiti, conversione di crediti..)*
- *Altre "finalità": finanziamento implicito, di aggiramento norme di trasparenza, concorrenza ecc.*

Best practice: regole di copertura

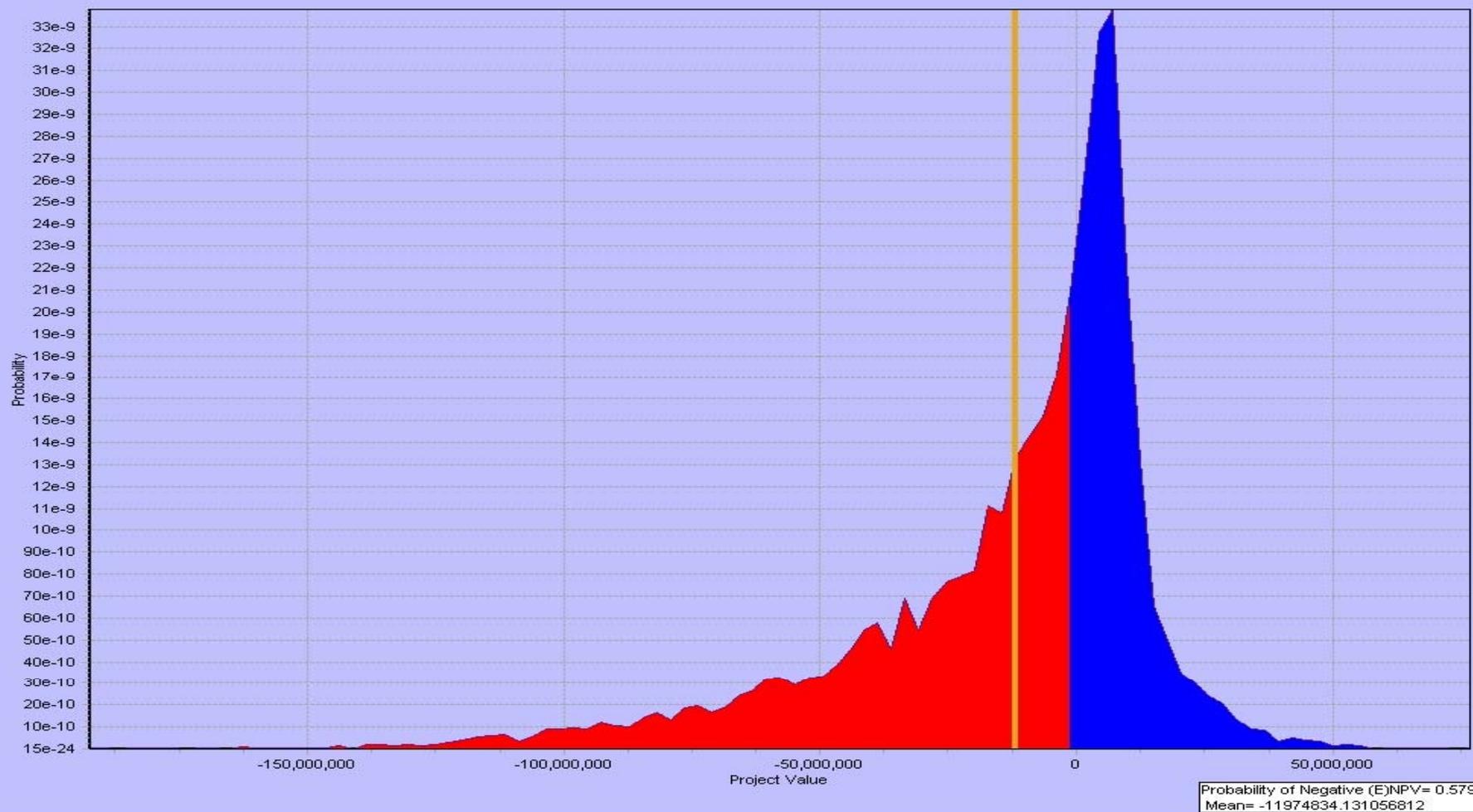


Verifica dei parametri finanziari del contratto (“*term sheet*”/ordini/ note di eseguito o “*confirmations*”)

- **Nozionale:** deve essere compatibile col piano di debiti indicizzati di medio lungo termine
- **Durata:** deve essere compatibile col piano di debiti indicizzati di medio lungo termine
- **Tasso Parametro Banca:** deve essere indicizzato ad un tasso variabile compatibile con quello del sottostante finanziamento che il derivato si propone di coprire
- **Tasso parametro Cliente:** deve essere predeterminabile con certezza al momento della stipula del derivato
- **Componenti opzionali:** posizioni “buyer” a tutela dei rischi, “seller” solo a limitare le opportunità

Verifica quantitativa dell’effetto combinato debito e derivato (**efficacia** della copertura, come previsto da comunicazione CONSOB e IAS39)

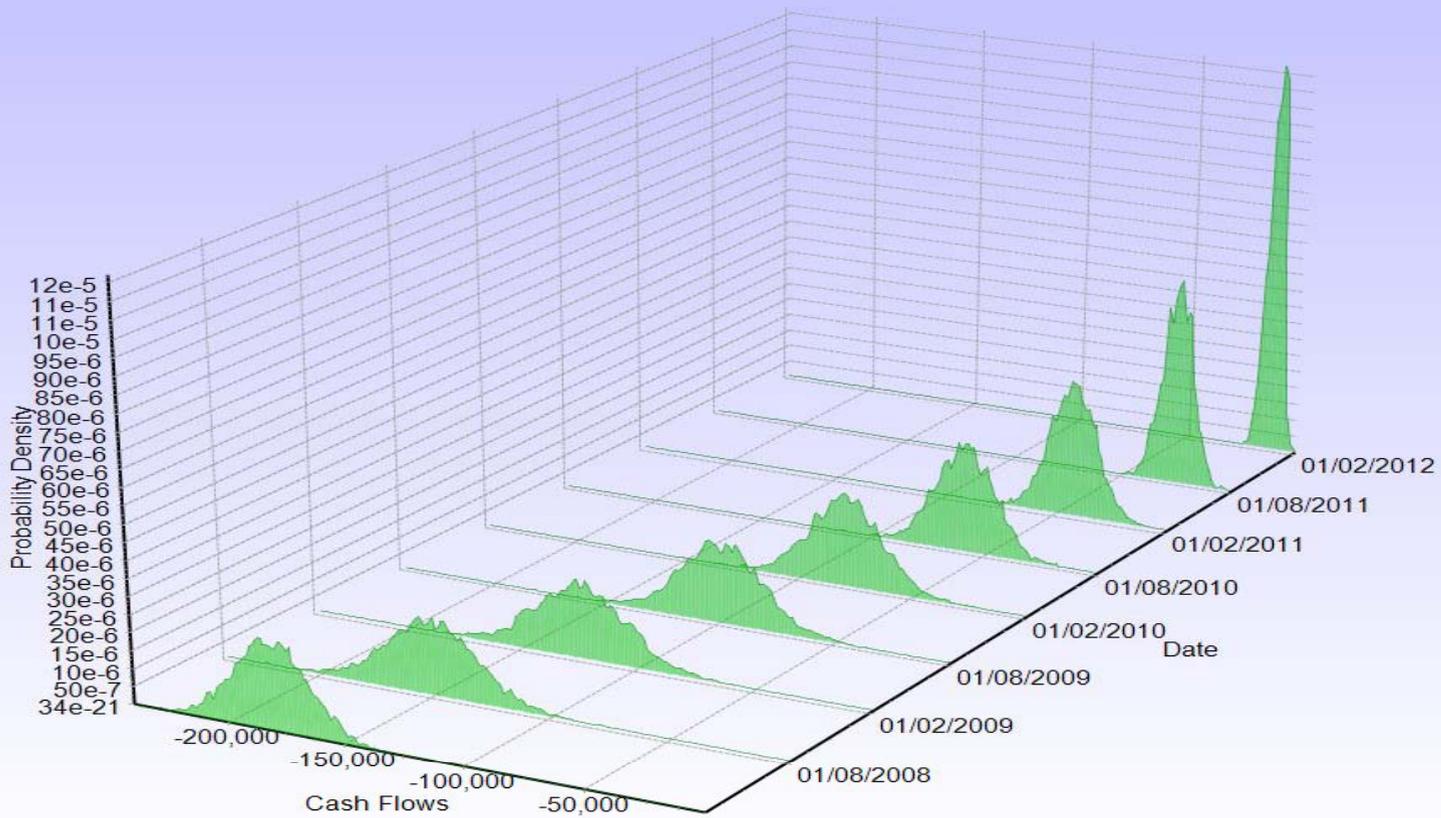
Fotografia in sottoscrizione di un contratto inefficace ai fini di copertura del rischio



- Distribuzione asimmetrica con coda sinistra che lascia ampio spazio a perdite potenziali anche elevate. Elevato “misprice” in sottoscrizione (in giallo l’ m t m , in sottoscrizione)

Allegato: la riduzione del rischio "cash flow"

Evoluzione dei flussi di cassa di un debito in ammortamento
indicizzato Euribor

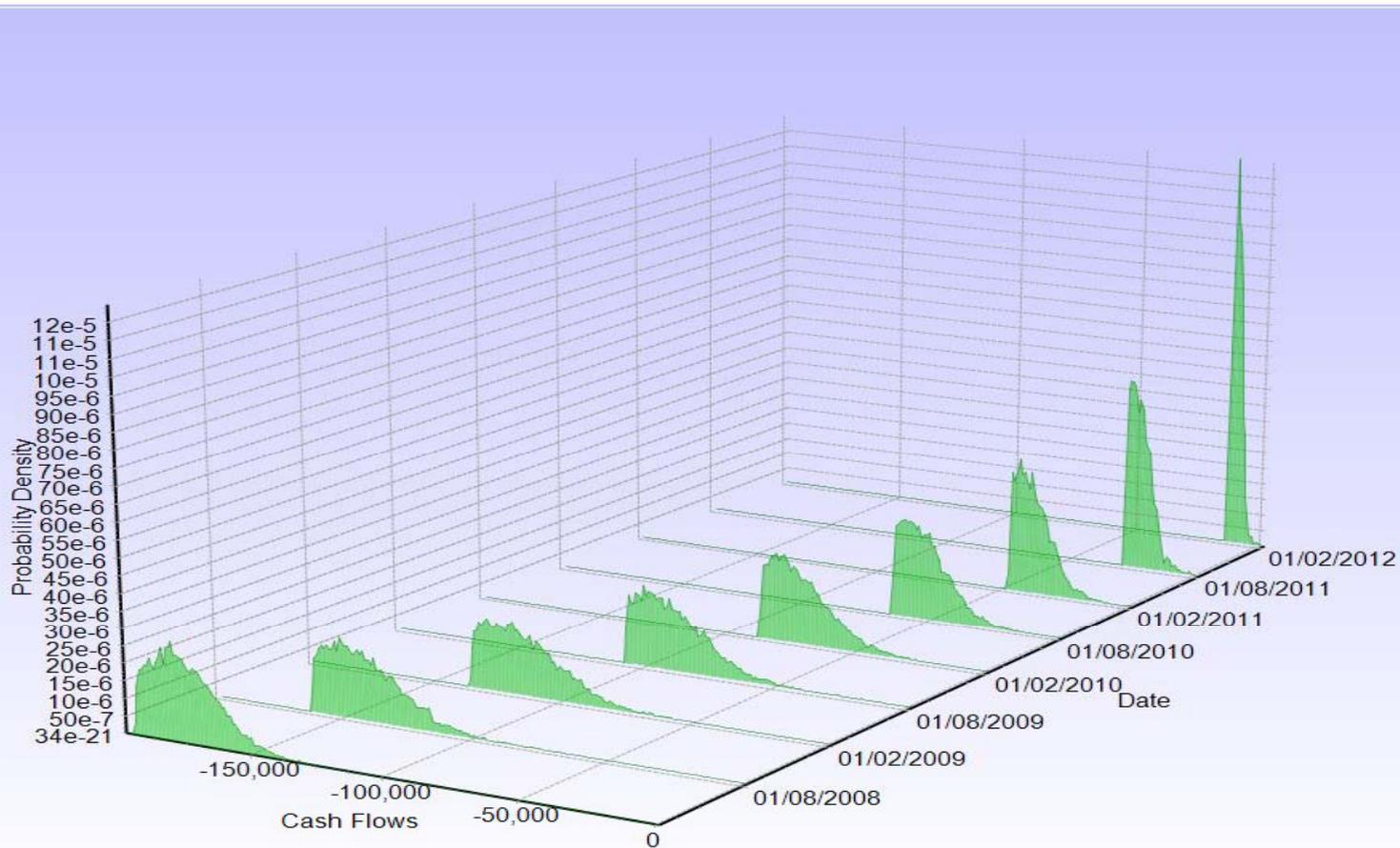


Allegato: la riduzione del rischio

"cash flow"

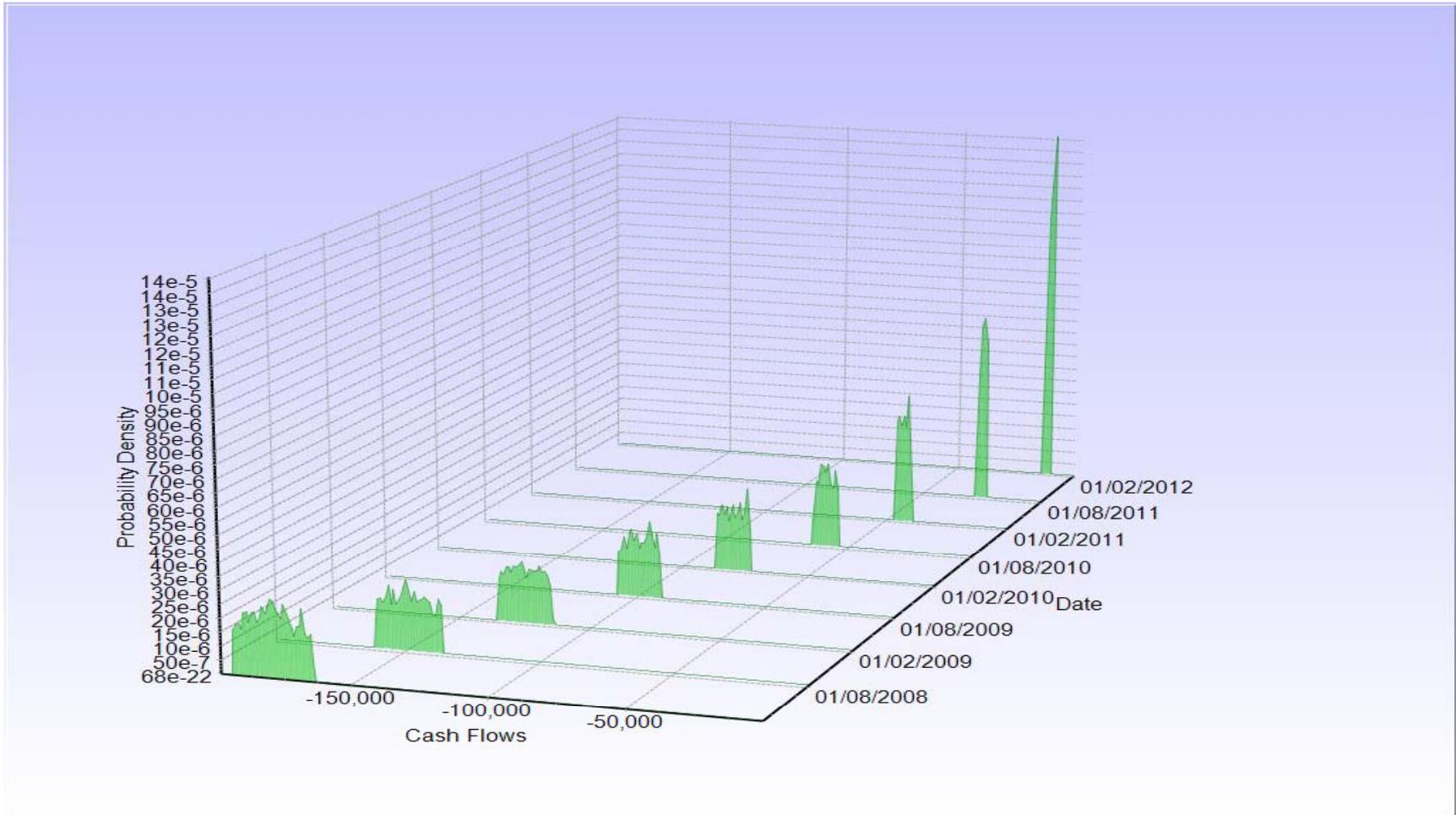


Evoluzione dei flussi di cassa di un debito in ammortamento con acquisto di opzioni **cap**



Allegato: la riduzione del rischio "cash flow"

Evoluzione dei flussi di cassa di un debito in ammortamento con
struttura "collar"



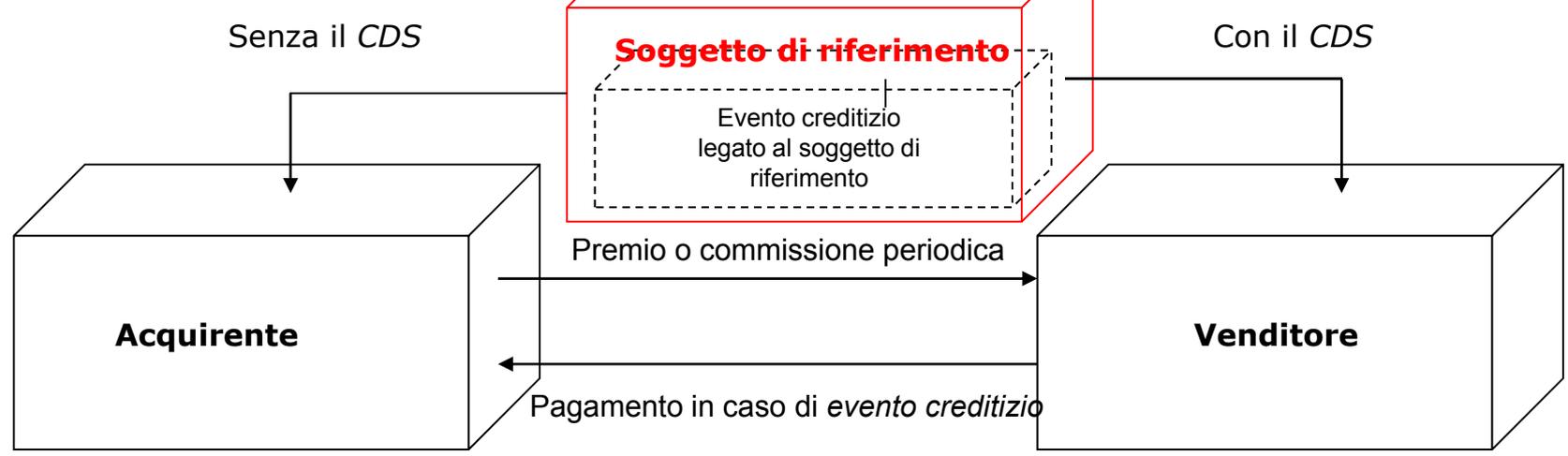


Appendice: i *Credit Default Swap (CDS)*

- Il **Credit Default Swap** è un particolare derivato creditizio che offre all'acquirente (*buyer*) protezione contro il rischio legato ad un evento creditizio (*credit event*) in cui può incorrere un determinato soggetto di riferimento (*reference entity*). Il compratore della protezione ottiene il diritto di vendere alla pari le obbligazioni del soggetto di riferimento quando si verifica l'evento creditizio. Per contro il compratore si obbliga ad effettuare pagamenti periodici a favore della controparte (*seller*) fino alla scadenza del *CDS* o finché si verifica l'evento creditizio.
- Il compratore della protezione si impegna ad effettuare **pagamenti periodici** a favore del venditore con cadenza *trimestrale, semestrale* o *annuale*. Al contrario il venditore si impegna a pagare il compratore solo subordinatamente al verificarsi dell'evento creditizio.

m1

m2



- 1 I derivati creditizi sono contratti il cui valore dipende dal merito di credito (creditworthiness) di uno o più soggetti, commerciali o sovrani.
mikeb; 12/02/2009
- 2 Lo swap può essere liquidato sia con la consegna fisica delle obbligazioni, oppure per contanti.
mikeb; 12/02/2009