

Derivati ed enti locali: osservazioni e suggerimenti

Francesco Corielli

Normativa

- Dalla nascita, le due norme principali in merito di impiego di prodotti finanziari derivati da parte di enti locali:
- Legge 448 del 2001, articolo 41
- Decreto MEF e Ministero dell'Interno 389 2003
- sono state variamente interpretate, nella pratica, con conseguenze che hanno portato al blocco totale dell'operatività in derivati nel 2008

Normativa

- Il 22 settembre 2009 il MEF ha prodotto per discussione una bozza di regolamento a riforma del 389
- Si attende una nuova versione della bozza

Perché derivati

- Indebitamento degli enti: il problema originale
- Derivati: strumenti utili per l'ALM supponendo che le forme base di indebitamento non siano ottimali
- ALM significa, sostanzialmente, rendere i flussi di cassa in uscita consistenti con quelli in entrata

Perché derivati

- Come strumento per l'ALM alcune forme di operazioni in derivati potrebbero essere utili visto i vincoli esistenti per le forme di indebitamento degli enti locali
- Si tratta di rendere entrate ed uscite dell'ente dipendenti dai medesimi fattori
- Se ad esempio un ente ha entrate positivamente dipendenti dal tasso di inflazione anche le uscite dovrebbero esserlo
- Se invece le entrate di un ente non sono correlate all'andamento dei tassi di interesse, a questi non dovrebbero neppure essere correlate le uscite

Difficoltà nelle stabilire una normativa

- La normativa incontra difficoltà di stesura in particolare sui seguenti aspetti (solo i principali):
- Definizione di valore di una posizione finanziaria
- Definizione dei tipi di indicizzazione possibili e della natura dei flussi di cassa del derivato in corrispondenza della passività sottostante
- Definizione e organizzazione della gestione in bilancio del derivato una volta sottoscritto
- Questioni relative a problemi di credito

Difficoltà nelle stabilire una normativa

- Valore di una posizione finanziaria:
- Ogni posizione finanziaria, derivata o meno, ha un valore determinato dal mercato definibile come il costo/ricavo che nasce dalla chiusura della posizione
- Nel determinare l'opportunità di una posizione, oltre a scegliere la struttura dei flussi di cassa relativi alla posizione, è necessario che tale valore sia noto al momento della creazione della posizione
- La gestione della posizione richiede poi che tale valore sia monitorato nel corso della vita della posizione medesima

Difficoltà nelle stabilire una normativa

- Il regolamento proposto parla in maniera abbastanza vaga di “valore equo” e poi di “costo implicito” (quest’ultimo definito in modo piuttosto complicato)
- Più semplicemente l’informazione necessaria è semplicemente quella relativa al costo/ricavo derivante dalla chiusura della posizione
- Si tratta di una valutazione molto semplice e già prevista da IAS a carico dell’istituzione finanziaria con la quale l’ente opera la transazione (per fini di contabilizzazione dell’operazione stessa)
- Si nota come tale valutazione sia il punto di partenza necessario per qualsiasi trattativa che metta a confronto le offerte di diverse possibili controparti

Difficoltà nelle stabilire una normativa

- La valutazione della posizione dovrà essere comprensiva di tutti i dati necessari per compierla
- Non si tratta di norme eccessivamente onerose perché, lo ripetiamo, sia la valutazione che la registrazione dei relativi dati sono già previsti in IAS

Difficoltà nelle stabilire una normativa

- Indicizzazione e flussi di cassa:
- Se la funzione del derivato è quella di migliorare l'ALM, la decisione di stipularlo o meno deve passare da una attenta valutazione dei flussi di cassa relativi alla passività sottostante ed al derivato medesimo compresi le entrate previste ed effettive mediante le quali l'ente soddisfa i propri obblighi
- E' utile a questo fine il sistema degli scenari probabilistici richiamati nel decreto opportunamente precisato ed esteso alla intera traiettoria di vita di passività e derivato e non solo al valore finale (per ovvie verifiche delle qualità di copertura della posizione)

Difficoltà nelle stabilire una normativa

- Gli strumenti per effettuare tale analisi esistono nella letteratura e nella pratica e non ho tempo ora di descriverli
- E' più importante notare che i parametri di indicizzazione del derivato devono essere esplicitamente definiti in funzione della funzione di ALM del medesimo
- Non possono quindi possono riferirsi solo alle caratteristiche della passività ma anche a quelle delle entrate dell'ente

Difficoltà nelle stabilire una normativa

- Gestione in bilancio:
- I problemi qui sono due: cosa indicare e come rendere compatibili i bilanci per flussi di cassa degli enti con i bilanci IAS delle controparti con le quali gli enti stipulano i derivati
- Il problema è tutt'altro che semplice e, ritengo, è stata la maggior fonte di problemi nella complicata vicenda "derivati ed enti pubblici"
- Ritengo necessario affrontarlo nei dettagli come prerequisito per qualsiasi nuova regolamentazione relativa all'accesso degli enti ai mercati finanziari (e credo di riassumere in questo numerosi pronunciamenti delle Corti dei Conti)

Difficoltà nelle stabilire una normativa

- Problemi di credito:
- Molto di moda, possono essere importanti
- Nella pratica contemporanea sostanzialmente nessuna posizione è presa senza qualche forma di CSA (Credit Support Annex) e questa via andrebbe certamente seguita
- Il punto è che i CSA di solito si basano su collateralizzazione e marginazione e, mentre è abbastanza chiaro come un ente possa offrire e ricevere collaterale è invece difficile organizzare per questo una procedura di marginazione
- Di nuovo: gli aspetti contabili, per le particolari regole della contabilità degli enti, possono essere piuttosto complicati

Questioni relative al rapporto con le controparti

- Sembra ingenuo dirlo, ma la trattativa tra enti e controparti finanziarie deve esplicitamente tenere in conto dei rispettivi (e legittimi) divergenti obiettivi
- Far questo non significa “mancare di fiducia”, “colpevolizzare” o altro ma solo valutare correttamente una situazione commerciale
- Non è inoltre pensabile che gli enti possiedano (sempre) competenze finanziarie sia nello stabilire le proprie necessità sia nel valutare il contenuto economico delle operazioni proposte
- E la migliore delle leggi non serve a nulla se chi deve applicarla manca di strumenti tecnici per comprenderla

Questioni relative al rapporto con le controparti

- Ritengo quindi opportuno che gli enti siano “accompagnati” sia nello stabilire quali prodotti considerare, sia nella trattativa con le controparti finanziarie
- Tale “accompagnamento” dovrebbe essere operato da Istituzioni Pubbliche opportunamente organizzate che opererebbero come interfaccia tra enti e controparti finanziarie (opportunamente messe in concorrenza)
- A mio modo di vedere esistono già opportuni centri di competenza in diverse Istituzioni, si tratta di organizzarli allo scopo
- Non si dovrà trattare di un controllo “formale” ma di consulenza sostanziale: una forma istituzionale di merchant banking

Durata delle posizioni

- Durata delle posizioni: la bozza di regolamento e le precedenti norme dedicano, giustamente, attenzione a stabilire l'impossibilità per il derivato di scadere dopo la passività
- Non altrettanta attenzione è dedicata al tema della durata della passività
- Si tratta di tema diverso ma anche più importante
- A questo proposito diversi pronunciamenti delle Corti dei Conti sottolineano come la ristrutturazione delle passività ai fini del raggiungimento della "convenienza economica" abbiano sistematicamente portato ad allungamenti della medesima implicando carichi gravosi sulle generazioni future

Durata delle posizioni

- Pare abbastanza chiaro che, essendo l'indebitamento degli enti possibile solo a fronte di investimenti, il rimborso di tale debito debba gravare principalmente sulle generazioni che di tali investimenti si giovano
- Problema in generale importantissimo e certamente di difficile soluzione che finalmente sembra avere qualche considerazione in ambito politico
- La questione della durata non deve quindi essere vista solo dal punto di vista del carico finanziario immediato ma più in generale anche dal punto di vista della distribuzione di tale carico sulle diverse generazioni

Durata delle posizioni

- Poiché, come è noto, chi non ha l'età per farlo non vota, tale richiesta può creare conflitti negli obiettivi degli amministratori eletti
- Le soluzioni sono 2
- La peggiore e meno efficace è intervenire per legge
- La migliore, ma più velleitaria, è sperare che le generazioni presenti e future mostrino meno incoscienza delle passate nell'eleggere rappresentanti pronti a caricare il benessere presente sulla schiena di figli e nipoti
- Una delle poche cose che è opportuno riprendere dal mondo anglosassone è la risposta istintiva alle promesse "costose" fatte in campagna elettorale
- Non: bene! ti eleggo
- Ma: ah si... bello... e chi paga?

Grazie!

- Gli enti locali, come ogni entità con entrate uscite e debiti deve pensare a ALM
- Questo è il ruolo dei derivati e, più in generale, di ogni operazione di ristrutturazione finanziaria
- Completamente differente il problema di decidere se, come e a che condizioni indebitarsi

- In quanto tali i derivati (e ogni altro prodotto finanziario) non sono un “male” ma un’opportunità
- Il “male” nasce dall’uso di tali strumenti per fini diversi dall’ALM
- Si tratta di un problema “di agenzia” in cui chi decide una politica finanziaria può aver obiettivi diversi da chi ne subisce le conseguenze

Un po' di storia

- Di tale problema di agenzia erano perfettamente consci i legislatori che non consentivano agli enti locali di indebitarsi altrimenti che con CDP
- Utilizzando strumenti molto semplici (mutui a tasso fisso e variabile)

- Innovazioni 448 389
- Problemi nel trattare con le banche (fiducia)
- Norme lette con ampiezza e poco precise
- Blocco dell'operatività
- Regolamento
- Necessità che nel regolamento si preveda lo specifico trattamento del conflitto di interessi tra le parti
- Stramberie nella bozza (definizione di fair value e di costo implicito)
- Più semplicemente andrebbe indicato il costo di chiusura dell'operazione (e riportato con scadenza regolare) eventualmente enucleando le fees per la banca
- Cosa vuol dire ALM
- Il problema dell'allungamento delle scadenze e le critiche delle corti dei conti
- Possibilità di usare csa