

Comunicazione n. DI/99013791 del 26-2-1999

inviata alla società ...

Oggetto: Strumenti finanziari derivati: criteri di qualificazione e applicazione di norme regolamentari - Risposta a quesito

Con nota del ..., codesta Società ha chiesto alcuni chiarimenti in merito ai criteri che devono essere seguiti al fine di classificare le operazioni su strumenti finanziari derivati, considerato che l'attuale regolamentazione stabilisce obblighi e limitazioni diversi a seconda che dette operazioni siano effettuate con finalità di copertura ovvero con finalità meramente speculative #(1).

In particolare, codesta Società ha chiesto di chiarire se l'operazione, che di seguito si riporta, sia da considerarsi di copertura del rischio oppure se è da intendersi come avente caratteristiche di speculazione.

Operazione esemplificativa

Nell'ambito di un mandato di gestione di portafogli d'investimento, il cliente opta per una linea bilanciata, le cui caratteristiche di gestione consentono l'investimento in strumenti finanziari derivati, e con un benchmark composto per il 10% da strumenti finanziari in USD (fino a 5% azioni, fino a 5% obbligazioni). Il restante è suddiviso tra azioni e obbligazioni in lire.

Il gestore, nell'ambito della sua discrezionalità, decide di investire tutto il patrimonio in strumenti finanziari (azioni e obbligazioni) espressi in lire, e di stipulare un Domestic Currency Swap (DCS, strumento finanziario non quotato) di acquisto a termine di USD, pari alla percentuale del 10% prevista nel contratto di gestione, realizzando, in tal modo, la posizione in USD prevista nel mandato.

Caratteristiche delle operazioni di copertura nell'ambito delle gestioni patrimoniali individuali

Si osserva preliminarmente che la Commissione ha già avuto modo di definire in generale le caratteristiche che un'operazione su strumenti finanziari deve possedere per essere considerata "di copertura".

In particolare, nell'allegato tecnico della Comunicazione n. DI/98065074 del 6 agosto 1998 #(1), contenente criteri per il calcolo della leva finanziaria nell'ambito del servizio di gestione individuale di patrimoni, paragrafo 5, si chiarisce che un'operazione può essere considerata "di copertura" quando:

(1) La definizione ha rilevanza con riferimento ai seguenti articoli del reg. Consob n. 11522/98: 28 (Informazioni tra gli intermediari e gli investitori), comma 3 ("Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni. Il valore di riferimento di tali mezzi si ridetermina in occasione della comunicazione all'investitore della perdita, nonché in caso di versamenti o prelievi. Il nuovo valore di riferimento è prontamente comunicato all'investitore. In caso di versamenti o prelievi è comunque comunicato all'investitore il risultato fino ad allora conseguito"); l'art. 37, (Contratti di gestione), comma 1, lett. d) ("con riguardo agli strumenti finanziari derivati, indicare se detti strumenti possono essere utilizzati per finalità diverse da quella di copertura dei rischi connessi alle posizioni detenute in gestione"); l'art. 43 (Prestazione del servizio di gestione), comma 5 ("Gli intermediari autorizzati possono effettuare operazioni aventi a oggetto vendite allo scoperto, contratti a premio e strumenti finanziari derivati esclusivamente a condizione che: a) le operazioni suddette siano concluse con intermediari mobiliari autorizzati e soggetti a vigilanza di stabilità; b) i contratti a premio, gli strumenti finanziari derivati e quelli oggetto delle vendite allo scoperto siano negoziati in mercati regolamentati, salvo che i medesimi contratti non siano stipulati con finalità di copertura dei rischi connessi alle posizioni detenute in gestione").

(2) Pubblicata nel Bollettino CONSOB del mese di riferimento.

a) sia esplicitamente posta in essere per ridurre la rischiosità di base;

b) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine;

c) le condizioni di cui ai punti precedenti risultino documentate da evidenze interne degli intermediari e siano approvate, anche in via generale con riguardo ad operazioni aventi caratteristiche ricorrenti, dalla funzione di controllo interno.

Caratteristiche delle operazioni di copertura nell'ambito dei servizi di negoziazione e di raccolta di ordini

Si ritiene che gli intermediari possano rifarsi a tali indicazioni ai fini della classificazione delle operazioni su strumenti finanziari derivati effettuate nell'ambito dei servizi di negoziazione e di raccolta di ordini.

In particolare, le operazioni su strumenti finanziari derivati ordinate dai clienti potranno essere considerate "di copertura" quando:

a) siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente;

b) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine;

c) siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente.

DCS finalizzati alla ridenominazione valutaria delle posizioni sottostanti

Servizio di gestione individuale

Venendo all'operazione esemplificata da codesta Società, occorre premettere che con tale operazione il gestore mira a ottenere la ridenominazione valutaria di una quota del patrimonio gestito, nel rispetto delle disposizioni contrattuali.

L'operazione non può essere considerata "di copertura" nel senso sopra definito, perché non è destinata a ridurre la rischiosità "di base" della gestione che, si ricorda, nell'allegato tecnico alla comunicazione già citata, viene definita come la rischiosità derivante dalle categorie di strumenti finanziari non derivati in cui l'intermediario può investire il patrimonio del cliente e dai relativi limiti quantitativi.

L'operazione di cui si discute è tuttavia considerata nel medesimo allegato tecnico, ove si chiarisce che il mix di rischio valutario della gestione deve essere prescelto nel contratto, nell'ambito della definizione delle caratteristiche della gestione, e si stabilisce che le operazioni che si limitano a produrre l'effetto di cambiare, in tutto o in parte, sempre nel rispetto dei limiti contrattuali, la valuta in cui è denominato il portafoglio gestito non incidono sulla leva finanziaria.

Poiché, dunque, le operazioni con le caratteristiche descritte non ampliano la dimensione delle posizioni detenute dal cliente, in quanto sono esclusivamente finalizzate a ridenominare una quota del portafoglio nella valuta desiderata con la particolarità di evitare l'acquisto diretto di titoli denominati in tale valuta, esse possono essere escluse dall'applicabilità di quelle norme regolamentari che impongono cautele particolari in relazione alle operazioni aventi a oggetto strumenti finanziari derivati, in analogia a quanto previsto per le operazioni "di copertura".

Conformemente a quanto previsto per i contratti "di copertura", le operazioni in esame, definibili "di ridenominazione valutaria", potranno essere considerate tali alle seguenti condizioni:

- a) siano esplicitamente poste in essere al solo fine di mutare il profilo valutario di attività sottostanti nel rispetto dei limiti contrattuali;
- b) permettano lo scambio, alle condizioni prefissate, dei flussi monetari che si prevede deriveranno dagli strumenti finanziari di cui si intende variare il profilo valutario con flussi monetari nella valuta desiderata;
- c) siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente.

Per quanto riguarda il servizio di gestione patrimoniale, quanto detto implica che le operazioni su strumenti finanziari derivati aventi le suddette caratteristiche potranno essere stipulate anche nel mercato c.d. O.T.C., in deroga a quanto previsto nell'art. 43, comma 5, lett. b), primo periodo, del reg. Consob n. 11522/98 #(1), sempre a condizione che tali operazioni siano concluse con intermediari autorizzati e soggetti a vigilanza di stabilità (art. 43, comma 5, lett. a, del regolamento citato).

Servizi di negoziazione e raccolta di ordini

Gli investitori possono disporre l'esecuzione di operazioni "di ridenominazione valutaria" di altre posizioni da essi detenute nell'ambito dei servizi di raccolta di ordini e di negoziazione.

In conformità con quanto sopra previsto per il servizio di gestione, tali tipologie operative potranno essere escluse dall'applicabilità delle norme regolamentari che impongono cautele particolari in relazione alle operazioni aventi a oggetto strumenti finanziari derivati, in analogia a quanto previsto per le operazioni "di copertura", ove ricorrano le seguenti condizioni:

- a) siano esplicitamente poste in essere al solo fine di mutare il profilo valutario di attività sottostanti nel rispetto della volontà del cliente;
- b) permettano lo scambio, alle condizioni prefissate, dei flussi monetari che si prevede derivino dagli strumenti finanziari di cui si intende variare il profilo valutario con flussi monetari nella valuta desiderata;
- c) siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente.

Da quanto sopra consegue che le operazioni su strumenti derivati aventi le caratteristiche sopra ricordate non sono assoggettate agli obblighi di comunicazione delle perdite di cui all'art. 28, comma 3, del reg. Consob n. 11522/98.

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa

(3) La delibera e l'annesso regolamento sono pubblicati nel S.O. n. 125 alla *Gazzetta Ufficiale della Repubblica n. 165 del 17.7.1998* ed, altresì, in *CONSOB, Bollettino n. 7/98*. La delibera n. 11522 sostituisce la delibera n. 10943 del 30.9.1997 e la delibera n. 10418 del 27.12.1996 e successive modifiche ed integrazioni. Il regolamento 11522/98 è stato successivamente modificato con delibera n. 11745 del 9.12.1998, pubblicata nella *G.U. n. 297 del 21.12.1998* ed altresì in *CONSOB, Bollettino n. 12/98*.