

INDICE

- **Premessa**
 - A) Un dibattito sempre attuale *(pag. 4)*
 - B) Brevi cenni storici *(pag. 5)*
 - C) Panoramica attuale sui derivati *(pag. 14)*
 - D) Diligenza nell'intermediazione finanziaria *(pag. 20)*

- **1. Evoluzione storica della gestione del debito e concetti base**
 - 1.1 L'evoluzione storica della finanza negli enti pubblici *(pag. 21)*
 - 1.2 La gestione e la ristrutturazione del debito
 - Cenni sulle metodologie utilizzabili per una gestione attiva del debito *(pag. 24)*
 - 1.3 Definizioni e caratteristiche generali dei derivati *(pag. 25)*
 - 1.4 Concetti base e finalità *(pag. 31)*

- **2. Le norme sui derivati agli enti locali**
 - 2.1 I precedenti *(pag. 33)*
 - 2.2 La Circolare del 27 maggio 2004 *(pag. 36)*
 - 2.3 La Circolare Ministeriale del 31 gennaio 2007 *(pag. 38)*

- **3. La qualificazione giuridica dell'ente**
 - 3.1 La configurabilità quale operatore qualificato *(pag. 38)*
 - 3.2 L'informativa di base *(pag. 40)*
 - 3.3 I criteri di diligenza e correttezza *(pag. 42)*

- **4. L’operatività in derivati degli enti locali**
 - 4.1 Le strutture di base e loro combinazioni (pag. 43)
 - 4.2 I diversi obiettivi di copertura nell’utilizzo dei derivati (pag. 48)
 - 4.3 Derivati a valere su debiti con rimborso bullet (pag. 53)
 - 4.4 Operazioni con premio o sconto (pag. 56)
 - 4.5 Altri principi e limiti fissati dalla normativa (pag. 56)
 - 4.6 La “manutenzione” delle operazioni (pag. 62)

- **5. Considerazioni finali** (pag.67)

APPENDICE

Esempi di operazioni derivate (pag. 73)

BIBLIOGRAFIA

Testi (pag. 82)

Articoli & Reports (pag. 83)

Sitografia (pag. 84)

A) Introduzione: un dibattito sempre attuale

Nel 1988, l'allora presidente della Fed, Alan Greenspan, dichiarò: "Quello che molti critici di derivati azionari non riescono a capire è che i mercati di tali strumenti sono diventati così grandi non a causa dell'ampia campagna di vendita di petrolio¹, ma perché stanno fornendo un valore economico ai propri utenti."

Ma non tutti erano d'accordo sulla bontà di tali prodotti finanziari. Nel 2002, nella sua lettera agli azionisti della Berkshire Hathaway, il presidente della società e CEO Warren Buffett espresse la sua preoccupazione per i derivati, riferendosi a loro come "armi di distruzione di massa", un termine reso popolare da George W. Bush per descrivere le armi nucleari. Come è possibile che due saggi, guru finanziari di tutto rispetto, avessero opinioni così discordanti? Purtroppo, a questa domanda non è semplice trovare la giusta risposta.

Vero è che la storia recente ci mostra un'immagine del tutto negativa di questi strumenti: sia sui giornali, sia in televisione, si fa riferimento ai derivati con la sola accezione di 'scommessa', termine che in questi anni turbolenti, segnati da un indebolimento dell'economia a livello globale, non può che risultare agli occhi dei risparmiatori come una trappola da evitare.

Nonostante i diversi nomi e funzioni, questi prodotti sembrano accomunati dal fatto di essere stati i protagonisti dei maggiori scandali economici degli ultimi tempi (ad esempio, la rivelazione di pesanti buchi nel bilancio di colossi di Wall Street, il caso della manipolazione del tasso Libor o il più recente incidente di Monte dei Paschi di Siena) ma soprattutto della crisi che dal 2008 ha lasciato in ginocchio l'economia mondiale. Sebbene vi sia un diffuso scetticismo generale, su cui grava la mancanza di trasparenza regolamentare ed operativa, le ricerche condotte dalla Bank of international settlements (Bis), mostrano come l'ammontare nozionale dei derivati sia pari a 670 trilioni di dollari, equivalente a 11 volte il PIL mondiale, dato in continua crescita se paragonato con i precedenti storici a partire dagli anni '80-'90 dello scorso secolo.

¹ Riferendosi alla continua fluttuazione del prezzo del petrolio e al tentativo di coprirsi da tale rischio attraverso la stipulazione di derivati.

B) Brevi cenni storici

Sommario a) Gli albori dei prodotti derivati b) Dal Rinascimento all'età moderna c) Gli Stati Uniti: dal primo mercato organizzato all'innovazione finanziaria

- a) Gli albori dei prodotti derivati

Nonostante sia vero che il mercato dei derivati ha registrato un notevole impulso negli ultimi decenni, soprattutto dopo gli anni 70 dello scorso secolo con la fine del sistema di Bretton Woods, non si può certo dire che la loro origine sia altrettanto recente.

La storia dei derivati è rimasta inesplorata perché pochi sono i documenti storici che ne testimoniano l'utilizzo effettivo. Questo genere di contratti non lasciavano solitamente traccia cartacea in quanto erano, perlopiù, accordi privati scambiati in mercati, che ad oggi definiremo over-the-counter, per la maggior parte della loro storia.²

Sebbene, infatti, possiamo leggere dai più noti testi di finanza, come il J.Hull³ o il Mishkin⁴, che i derivati divennero significativi solo nel corso degli ultimi 25 anni, e che solo recentemente che sono negoziati su mercato di scambi, possiamo sorprendentemente notare come questi contratti venivano già conclusi nei secoli scorsi fino ad arrivare, non senza qualche forzatura, a rintracciarli in episodi tratti dalla Bibbia⁵ o formalizzati nell'antica Mesopotamia.

² "A Short History of Derivative Security Markets" di Ernst Juerg Weber.

³ "Negli ultimi 25 anni i derivati sono diventati sempre più importanti nel mondo della finanza. Futures e opzioni sono ora attivamente negoziati su mercati diversi in tutto il mondo." (John C.Hull, *Opzioni, Futures e altri derivati*, Pearson Educational Italia S.r.l., 2006, pag. 1)

⁴ "Starting in the 1970s and increasingly in the 1980s and 90s, the world became a riskier place for the financial institutions described in this part of the book. Swings in interest rates widened, and the bond and stock markets went through some episodes of increased volatility. As a result of these developments, managers of financial institutions became more concerned with reducing the risk their institutions faced. Given the greater demand for risk reduction, the process of financial innovation described in Chapter 9 came to the rescue by producing new financial instruments that helped financial institution managers manage risk better. These instruments, called derivatives, have payoffs that are linked to previously issued securities and are extremely useful risk reduction tools." (Mishkin, p. 309)

⁵ GENESI, cap. 29,19: "E Giacobbe amava Rachele, e disse a Labano: "Io ti servirò sette anni, per Rachele tua figliuola minore"

"Se qualcuno ha un debito per un prestito, e una tempesta prostra il grano, o il raccolto si rovina, o il grano non cresce per mancanza di acqua, in quell'anno egli non ha bisogno di dare al suo creditore alcun grano, si lava il suo debito in acqua e non paga alcun affitto per l'anno. "

Questo testo rappresenta la legge num. 48 su 282 contenuta nel Codice di Hammurabi, inciso dal re omonimo, su stele di pietra. Questo codice, tra i più antichi del corpo di leggi scritte oggi conosciute, copre quasi tutti gli aspetti della società civile, nonché leggi commerciali di quel tempo, comprese questioni contrattuali.

In tali termini, si può riconoscere in questa legge 48 una specie di contratto che, una volta tradotto in un linguaggio più moderno, stipula quanto segue: "Un coltivatore che ha un mutuo sulla sua proprietà è tenuto ad effettuare pagamenti di interessi annuali sotto forma di grano tuttavia, in caso di un cattivo raccolto, questo contadino ha il diritto di non pagare nulla e il creditore non ha alternative, ma di perdonare gli interessi dovuti". Facendo ora riferimento al campo dei derivati si potrebbe qualificare tale contratto come un'opzione put. In altre parole: se la mietitura è molta e l'agricoltore ha grano a sufficienza per pagare il suo interesse, l'opzione put scadrebbe senza valore. Se il suo raccolto è venuto meno, però, avrebbe esercitato il suo diritto di non effettuare il pagamento.⁶

In Mesopotamia, quindi, al fine di favorire gli scambi e regolare la fornitura di prodotti, sia nel tempo sia nelle lunghe distanze geografiche, si resero necessari codici per registrare acquisti, vendite e altri accordi commerciali in forma scritta, garantendo agli acquirenti e venditori la certezza più grande possibile del diritto ad avvalersi del commercio. Lo scopo è stato quello di ridurre al minimo il classico detto "*la tua parola contro la mia*" in caso di controversie, e numerose⁷ sono le testimonianze di tali contratti trovati in scrittura cuneiforme su tavolette d'argilla: accordi per la futura

⁶ Robert E. Whaley, *Derivati: i mercati, di valutazione e gestione del rischio* (John Wiley & Sons: Hoboken, New Jersey, ottobre 2006)

⁷ Circa mezzo milione di tavolette di argilla sono state trovate fino ad ora, con più di 200.000 copie conservate nel British Museum e visualizzabili online collegandosi al sito web: <http://cdli.ucla.edu>.

cessione di grano per un prezzo pagato al momento della stipula del contratto, ma anche altri tipi di merci⁸.

A differenza da quanto appena osservato nel Medio Oriente, non si hanno scritture commerciali nell'Antica Grecia semplicemente perchè filosofi e storici del mondo ellenistico non erano interessati al commercio. L'unica eccezione la possiamo ritrovare tra gli scritti di Aristotele, nell'opera "Politica"⁹ (332A.C) sull'amministrazione delle polis, raccontando di come il matematico e filosofo Talete di Mileto abbia acquisito il diritto (che potremmo definire oggi "opzione") sull'utilizzo dei frantoi in un momento di scarsità della domanda, per poi arricchirsi in seguito ad un'ottima raccolta di olive.¹⁰

Nell'Antica Roma fu la realtà commerciale ad imporre l'utilizzo di contratti per le consegne future, permessi da Pompeo, capo militare e politico della Repubblica Romana, per garantire la fornitura di cibo necessaria per la crescita della città di Roma e della sua popolazione.

Secondo il diritto romano, due furono i tipi di contratti "*a termine*" che si potevano concludere¹¹. La prima era una promessa per la consegna futura di beni alla data prestabilita mentre il secondo era un acquisto di "speranza" di consegna della merce. La differenza giuridica tra i due è che il primo, *vendito re speratae*, era nullo se la consegna dei prodotti non si concretizzava, mentre il secondo, *vendito spei*, era valido anche se il venditore non poteva mantenere la promessa.

Il diritto romano ha avuto nei secoli successivi una forte influenza, ma il suo principale contributo allo sviluppo dei mercati dei derivati in Europa Continentale, nel

⁸ Edward J. Swan, *Building the Global Market: A 4000 Year History of Derivatives* (Kluwer Law International Ltd: London, 2000).

⁹ Aristotele - POLITICA; "... siccome, povero com'era, gli rinfacciavano l'inutilità della filosofia, avendo previsto in base a calcoli astronomici un'abbondante raccolta di olive, ancora in pieno inverno, pur disponendo di poco denaro, si accaparrò tutti i frantoi di Mileto e di Chio, per una cifra irrisoria, dal momento che non ve n'era alcuna richiesta; quando giunse il tempo della raccolta, cercando in tanti urgentemente tutti i frantoi disponibili, egli li affittò al prezzo che volle imporre, raccogliendo così molte ricchezze e dimostrando che per i filosofi è molto facile arricchirsi, ma tuttavia non si preoccupano di questo".

¹⁰ Geoffrey Poitras, *The Early History of Financial Economics, 1478-1776* (2000) .

¹¹ Secondo quanto riportano documenti firmati da Sesto Pomponio, un avvocato che ha scritto nel II

Regno Unito e successivamente negli Stati Uniti è stata la trasferibilità dei diritti e degli obblighi dei contratti legalmente riconosciuta (sebbene solo verso la fine dell'Impero)¹².

Con la caduta di Roma per mano delle tribù barbariche, gli enti ecclesiastici avevano assunto le funzioni amministrative e continuarono ad applicare il diritto commerciale romano durante il Medioevo, senza il bisogno di apportare aggiornamenti allo stesso poiché l'economia diffusa era a carattere locale e feudale.

- b) Dal Rinascimento all'età moderna

Il Rinascimento è storicamente conosciuto come un periodo di rinascita culturale ed economica, protratta fino al XVII secolo che interessò principalmente le Città-Stato italiane e Paesi Bassi.

In realtà già nel XIII secolo, nelle città mercantili italiane iniziarono a circolare le cosiddette azioni Monti, *promesse* da parte dei governi di rimborsare i debiti in futuro¹³. Queste azioni ebbero una diffusione tale da essere state negoziate in mercati secondari, ed utilizzate come mezzi di pagamento per beni o servizi anziché in contanti.

Esse sono state seguite dalle cambiali, che fornirono il mezzo di scambio nel commercio a lunga distanza dal XV secolo fino all'inizio del XX secolo: l'acquirente di una certa merce inviava una proposta di scambio al beneficiario invece di recapitare monete d'oro o d'argento. A tal punto i titolari potevano scegliere se aspettare la decorrenza della cambiale o cederlo a terzi. Il possessore di una cambiale guadagnava un interesse poiché i conti venivano scontati gradualmente fino alla maturità del contratto.

Come accennato precedentemente, gli sviluppi più significativi in ambito di strumenti finanziari derivati possono essere accreditati all'attività finanziaria sviluppatasi ad Amsterdam nel corso del XVII secolo.

secolo dC.

¹² Edward J. Swan, *Building the Global Market: A 4000 Year History of Derivatives* (Kluwer Law International Ltd: London, 2000)

¹³ Pezzolo L. (2005) *Bonds and government debt in Italian city-states, 1250-1650*

Al fine di raccogliere i fondi necessari per finanziare il commercio marittimo, le compagnie di mercanti emisero azioni per creare, nel 1602, la Compagnia Olandese delle Indie Orientali. Tali azioni erano trasferibili e, non rara, era la vendita a lungo termine. La regolare contrattazione di tali azioni nella Borsa di Amsterdam, e al di fuori, cominciò non appena gli investitori avessero pagato per le loro azioni in pieno.

Nel 1608, Isaac Le Maire, un mercante di Anversa a capo di un consorzio, tentò un primo attacco di vendite allo scoperto delle azioni della Compagnia, al fine di deprimerne il valore. L'attacco, che consisteva nel prendere in prestito le azioni per poi venderle, sarebbe stato redditizio solo se il consorzio fosse stato in grado di riacquisire le azioni per restituirle ai proprietari ad un prezzo inferiore nel futuro. Il *raid*, che ebbe apparente successo nel breve periodo, non riuscì a forzare prezzo delle azioni nel lungo termine. Una delle conseguenze dell'attacco fu il divieto di vendite allo scoperto nel 1610¹⁴.

I Paesi Bassi si resero, nella prima metà del XVII secolo, protagonisti nel commercio dei tulipani¹⁵, tanto da creare una grande bolla speculativa mediante l'utilizzo di contratti a termine e di opzioni, nonostante i rischi ormai noti nei mercati secondari.¹⁶ Tali contratti furono negoziati attivamente dagli speculatori, sia che fossero direttamente o indirettamente coinvolti nel commercio di questi tulipani, con il risultato che il prezzo fu spinto verso l'alto¹⁷: erano stipulati contratti futures su bulbi appena piantati e persino su quelli che si prospettava di piantare.

Quando nel febbraio del 1637 i commercianti di tulipani non riuscirono a gonfiare ulteriormente le valutazioni, iniziarono a vendere provocando un crollo dei

¹⁴ Oscar Gelderblom e Joost Jonker, *Amsterdam as the Cradle of Modern Futures and Options Trading, 1550-1650* (University of Utrecht).

¹⁵ Carolus Clusius, un botanico austriaco, divenne reggente del Giardino Botanico di Leiden nel 1590, ed introdusse i tulipani in Olanda. Questi, appartenenti alla flora indigena della Turchia, divennero rapidamente di moda tra i ricchi. Nel corso di una frenesia speculativa nel 1636-1637, alcuni bulbi sono stati scambiati ad un prezzo pari al valore di una casa.

¹⁶ Sebbene negli anni 1621, 1630 e 1636, furono emanati ad Amsterdam degli editti per minare i futures rendendoli inapplicabili nei tribunali (ossia non elegibili con la forza), la negoziazione di derivati non si arrestò poiché basata sulla reputazione nelle rapporti d'affari.

¹⁷ Poitras, G., *The Early History of Financial Economics, 1478-1776*.

prezzi, sicché alcuni detenevano contratti per comprare tulipani a costi dieci volte maggiori di quelli di mercato (ormai crollato), mentre altri possedevano bulbi che valevano un decimo di quanto li avevano pagati. Casualmente, l'assenza di regolamentazione legale non portò i derivati ad essere scambiati anonimamente in borsa, così da contenere l'impatto della recessione sull'economia olandese ed europea.¹⁸

Analogamente, come in Europa venivano commerciati i tulipani, in Giappone si stava sviluppando la negoziazione del riso (merce di grande importanza in quanto alla base del reddito nazionale) ad Osaka. Nella città si immagazzinava il riso proveniente da tutto il paese e lo si vendeva per mezzo di aste, concluse mediate il rilascio di un certificato che attestava la consegna di un quantitativo convenuto di riso in una data futura, ma ad un prezzo corrente.

Entro la metà del secolo, furono introdotte le cosiddette "cambiali vuote" sulla base di riso che doveva ancora essere raccolto, per rispondere alla necessità di denaro di molti signori regionali - *Samurai* - il cui reddito dipendeva dal valore dello stesso, e che vendevano i loro raccolti a volte anni in anticipo per risolvere i correnti problemi di liquidità.

Al fine di facilitare la contrattazione delle cambiali, le stesse hanno assunto degli standard, portando nel 1697 all'apertura del "Mercato del riso" a Dojima.

Nel corso del 1700, erano 110mila le balle di riso liberamente negoziate, contro le 30mila esistenti in tutto il Giappone. Il governo dello Shogun fu costretto ad intervenire sul mercato, causa del ruolo che i futures sul riso giocavano nell'economia, arrivando a trasformarli in obbligazioni garantite.¹⁹

Nel corso del XVIII secolo, la storia dei derivati ha avuto luogo in Inghilterra, dove il dominio marittimo aveva trasformato Londra nel principale centro di commercio di materie prime.

Nel 1711, la *South Sea Company* venne fondata come una società per azioni con il diritto esclusivo di commercio con le colonie spagnole del Sud America. Le aspettative di enormi profitti provocò la negoziazione delle azioni della Compagnia, ma

¹⁸ Mike Dash, *Tulipomania: The Story of the World's Most Coveted Flower and the Extraordinary Passions It Aroused*.

¹⁹ Poitras, G., *The Early History of Financial Economics, 1478-1776*.

anche delle azioni di tutti i tipi di progetti commerciali e finanziari, spesso realizzati mediante la creazione di nuove imprese (definite "bolle") con piani aziendali dubbi.

Nel 1720, al fine di tutelare gli interessi della South Sea Company, il Parlamento emanò il Bubble Act che vietava tutte le società per azioni non autorizzate dal Royal Charter. La promulgazione generò un'ondata di panico nel mercato finanziario seguito da una massicciamente vendita dei loro titoli e di conseguenza i prezzi delle azioni delle "bollicine", ma anche della South Sea Company, crollarono. Il panico che ha portato alla bolla è stato causato da coloro che hanno trattato opzioni call denominate "di rifiuto": le azioni di nuova emissione potevano essere pagate ratealmente cosicché queste opzioni garantivano il diritto di rifiuto nel momento in cui il prezzo delle stesse azioni fosse sceso al di sotto di un certo valore.

Le conseguenze giuridiche della bolla portarono all'approvazione della legge di Sir John Barnard, che vietò le opzioni su azioni, come pure la vendita allo scoperto delle stesse.²⁰

- c) Gli Stati Uniti: dal primo mercato organizzato all'innovazione finanziaria.

Il 1849 fu l'anno di fondazione del Chicago Board of Trade (CBOT), il più antico mercato organizzato di futures ancora in funzione in tutto il mondo.²¹

Chicago, grazie al grano del Midwest e la sua posizione strategica, si stava sviluppando come un importante centro per la vendita conservazione e la distribuzione dei cereali. In quest'ottica il CBOT fu pensato come un mercato centralizzato per lo scambio di grano. A causa della sua stagionalità, però, il prezzo era molto volatile, generando rischi di controparte significativi²². Inoltre, tali contratti non erano standardizzati né secondo tempo di consegna né secondo criteri di qualità. Alcuni

²⁰ Carswell, John (1960) *The South Sea Bubble*.

²¹ Nel 2007 si è fuso con il Chicago Mercantile Exchange per diventare il CME Group.

²² Un'offerta smisurata proveniente anche dagli Stati confinanti creò al contempo un abbassamento dei prezzi, con conseguente congestione del mercato.

agricoltori fiutarono così l'opportunità di regolamentare quantità, prezzo, data e luogo di consegna dei cereali sulla base delle formule contrattuali *to arrive* ma i contratti a termine cosiddetti "*to arrive*" permisero agli agricoltori di bloccare il prezzo della merce e poi consegnare il raccolto in futuro.

Uno dei primi miglioramenti intrapresi dal CBOT è stato quello di istituire un servizio nel 1858, che aveva il compito di classificare e di certificare il grano creando fiducia per gli acquirenti, ma anche la base per lo sviluppo del mercato. I contratti sono stati standardizzati in termini di qualità, quantità, e il tempo e il luogo di consegna. Questo cambiamento è stato poi accompagnato dall'introduzione di una stanza di compensazione, che ha ridotto il rischio di controparte che aveva afflitto - come alcuni economisti finanziari sostengono - la negoziazione su mercati secondari.

Sull'esempio del CBOT, fu creato il New York Cotton Exchange (NYCE) nel 1874 e il Chicago Mercantile Exchange nel 1919.

Ma fu dalla seconda metà del XX secolo che gli Stati Uniti Dal possono considerarsi la culla di innovazione in ambito di derivati²³. Un evento che stimolò il mercato fu l'annuncio del presidente Nixon nel 1971 circa l'abbandono del sistema di Bretton Woods, che nel Dopoguerra avevano fissato la convertibilità del dollaro in oro. I prezzi dei valute iniziato ad oscillare individualmente, come i prezzi delle materie prime. Come conseguenza, si manifestò sui mercati la necessità di copertura negli scambi, a cui le innovazioni finanziarie tentarono di dare risposta.²⁴

Nel 1971, il NASDAQ Stock Market fu fondato come il primo mercato sugli stock tecnologici ed elettronici; il Chicago Board of Trade introdusse i primi contratti future su tassi di interesse nel 1975 e il NYMEX (New York Mercantile Exchange) come principale mercato mondiale per futures ed options sui prodotti energetici dal 1978.²⁵

²³ Sviluppo che derivò anche dall'uso crescente di sistemi informatici nella finanza che facilitarono la pubblicazione nel 1973 del *modello Black-Scholes* per il calcolo del prezzo di un'opzione.

²⁴ Mackay, Charles. *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (current version 1980).

²⁵ Chance, Don M. "A Chronology of Derivatives." *Derivatives Quarterly* 2 (Inverno 1995).

Il volume di negoziazione di derivati crebbe gradualmente ed, inevitabilmente, questa espansione causò una necessità di organizzazione, controllo e regolazione in un contesto mondiale. La logica nel loro utilizzo era passata dalla semplice protezione contro la volatilità dei prezzi del sottostante ad un'attività di protezione contro i rischi finanziari e pura speculazione.

Negli anni Ottanta sui mercati fece la comparsa un nuovo strumento chiamato “*credit default swap*”, contratto prima in termini di valute, successivamente sui tassi di interesse, strumenti da cui scaturirà la crisi dei *mutui subprime* (ormai nel XXI secolo) che lasciarono senza dubbio una traccia permanente nella storia della derivati.

Già nel 1994 alcune aziende ben note come la Procter and Gamble e Metallgesellschaft registrarono grandi perdite in derivati. Una delle località più ricche d'America, Orange County (CA) dichiarò bancarotta, presumibilmente a causa di negoziazione di derivati, ma più precisamente, dovuta ad un uso eccessivo della leva finanziaria in un portafoglio di titoli del Tesoro a breve termine.²⁶

Anche nel Vecchio Continente, in Inghilterra, la Barings Bank dichiarò fallimento a causa di manovre speculative in contratti a termine eseguite da un giovane impiegato nel suo ufficio di Singapore. Queste ed altre grosse perdite hanno portato negli anni a continue proteste, a volte contro gli strumenti e, a volte contro le imprese che li hanno venduti.

Queste sono solo alcune delle pietre miliari che hanno segnato la storia dei derivati, nati in un primo luogo per garantire la fornitura di materie prime, sia nel tempo, sia nella distanza geografica, nonché per la protezione contro le variazioni dei prezzi e per mitigare i rischi: si sono evoluti negli anni per incontrare le esigenze specifiche degli operatori²⁷.

Nelle prime fasi della loro storia, i derivati sono stati anche gli strumenti utilizzati per realizzare profitti rapidi, sempre sottoponendo gli investitori al rischio di default. Gli abusi si sono manifestati con una frequenza tale da imporre ai governi un intervento diretto alla tutela dei consumatori e per mitigare il rischio sistemico.

²⁶ Robert E. Whaley, *Derivatives: Markets, Valuation, and Risk Management* (2006).

²⁷ I derivati sono stati per esempio strumenti per gli agricoltori per assicurarsi contro un cattivo raccolto, per i commercianti per finanziare le loro future attività commerciali, per gli “avventurieri” per ottenere fondi per le loro spedizioni, ma anche per i governi e le chiese per raccogliere fondi.

Per quanto la forma fosse distante da quella attuale, sia i contratti a termine, sia primi esempi di opzioni, si sono resi protagonisti di numerosi eventi, alcuni anche critici, nella vita economica mondiale.

Nonostante questo, fu solo grazie ad una serie di circostanze favorevoli che si è realizzata negli ultimi decenni una stagione di grande sviluppo, incidendo profondamente nei rapporti di potere nella finanza: in tal senso si può citare la fortunata espressione dell'economista americano Merton H. Miller,²⁸ secondo cui i derivati agiscono come "semi sotto la neve".

C) Panoramica attuale sui derivati

Oggigiorno vi è molta più coscienza pubblica dei derivati, "causata" malgrado dalle vicende critiche che si sono andate a sviluppare per un uso improprio di questi strumenti finanziari.

Per ultima è giunta alla cronaca la vicenda del Monte dei Paschi di Siena che ha quindi riproposto, dopo la crisi finanziaria statunitense, il tema del peso della finanza "derivata" sulle attività delle banche del nostro paese.

Introdotti nel mercato, come abbiamo visto nel precedente paragrafo, al fine di tutelare il rischio degli investimenti, gli operatori ne hanno apprezzato nel corso degli ultimi decenni il lato speculativo, divenendone il simbolo nell'immaginario collettivo. Sebbene la grande crisi seguita al crack di Wall Street, iniziata nel 2007 per il default dei mutui subprime, abbia rafforzato l'idea di strumenti prettamente maligni e rischiosi, numerose istituzioni bancarie e finanziarie mondiali non hanno rinunciato, se non in un primo momento, all'impiego massiccio di derivati come forma di investimento principale.

Dai rapporti trimestrali pubblicati dall'OCC²⁹ si legge che nel terzo trimestre 2011 le banche USA avevano in bilancio ben 230 miliardi di dollari, cioè il 44,8% in

²⁸ Cfr sull'argomento Merton Miller, "*Derivatives*" (1997).

²⁹ L'Office of the Comptroller of the Currency fu fondato nel 1973 e rappresenta la più grande organizzazione per la compensazione di derivati su equity. L'impegno è rivolto alla promozione della stabilità e dell'integrità finanziaria dei mercati, concentrandosi su sani principi di gestione del rischio. In

più rispetto al 2007, per poi avere una leggera flessione del 2%-3% (del valore nozionale) nei mesi seguenti, secondo le stime più recenti. Dagli stessi rapporti emerge che la quasi totalità di questi titoli è detenuta per attività speculative, non quindi per logiche di copertura dal rischio.³⁰

Nonostante il trend in decrescita, come si può notare dal grafico seguente, l'esposizione netta nel patrimonio delle banche americane rispetto al PIL nazionale è rimasto a livelli altissimi.

Contratti derivati divisi per prodotto

Emessi dalle banche commerciali e dagli istituti di risparmio

Anni: 2001-2012

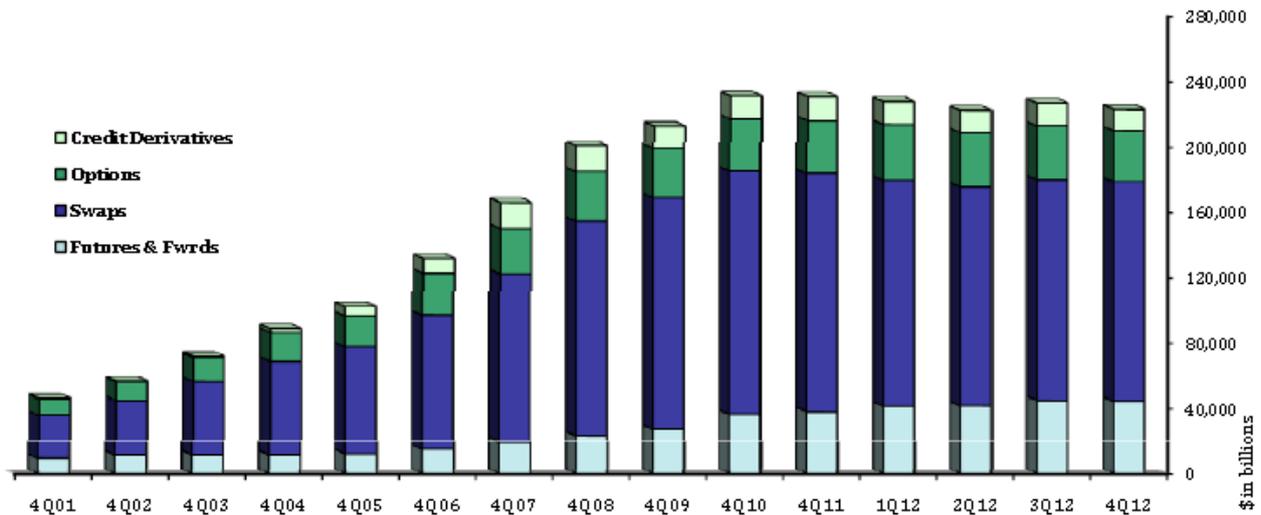


Tabella 1

\$ in Bilions	2004	2007	2011	2012
Totale*	87,881	165,645	230,794	223,154

* I numeri si riferiscono a valori nominali espressi in miliardi di dollari.

qualità di garante, l'OCC assicura che gli obblighi dei contratti siano soddisfatti. ([www.occ.gov](http://www occ gov))

³⁰OCC's Quarterly Report on Bank Tradig and Derivatives Activities Fourth Quarter 2012.

In Europa, invece, il panorama è decisamente variegato: secondo un rapporto diffuso da R&S Mediobanca³¹ circa i 20 principali istituti di credito del Vecchio Continente, risulta che i derivati attivi sono pari a 5.942 miliardi di euro, vale a dire approssimativamente il 50% del Pil dei Paesi presi in considerazione, in lieve calo (-1,1%) di quello di fine 2011, superiore di un terzo superiore ai 4.472 miliardi di derivati attivi che le banche esaminate avevano nel 2009.

Va puntualizzato però che, se i derivati attivi detenuti dalle due principali banche svizzere (Credit Suisse e Ubs) valgono oltre due volte il Pil della Confederazione elvetica (il 229%), quelli di Intesa Sanpaolo e UniCredit raggiungono appena il 17% della ricchezza nazionale: la differenza notevole risulta dalla diversa incidenza del sistema finanziario (e in particolare delle attività di trading effettuata delle banche) nell'economia dei diversi Paesi europei³².

Nonostante la contenuta posizione netta in derivati delle banche italiane nel confronto con le concorrenti europee (secondo i dati di R&S di giugno 2012 il sistema creditizio nazionale evidenziava derivati per il 9,6% del totale degli attivi, contro una media europea poco sotto il 23%) il nostro sistema economico rimane ampiamente esposto ad un rischio sistematico: dai dati aggiornati Bankitalia sui valori mercato dei derivati OTC dello scorso 30 settembre emergono perdite potenziali per oltre 30 miliardi di euro, ammontare che potrebbe non essere facilmente sostenuto dai conti economici di diversi istituti di credito nel caso si vedano costretti a chiudere le suddette posizioni in perdita (non escludendo quindi il possibile “effetto domino”)³³. L'uso (*abuso*) che si è fatto di questi strumenti è stato spropositato, tanto che le perdite attuali da assorbire in caso di estinzione anticipata dei contratti in corso sarebbero enormi: nei portafogli degli istituti di credito del nostro paese sono presenti derivati per un valore complessivo di 218 miliardi di euro. Un dato in crescita, passato dai 158 miliardi del 2009, subito dopo lo scoppio della crisi, ai 205 miliardi del 2011.

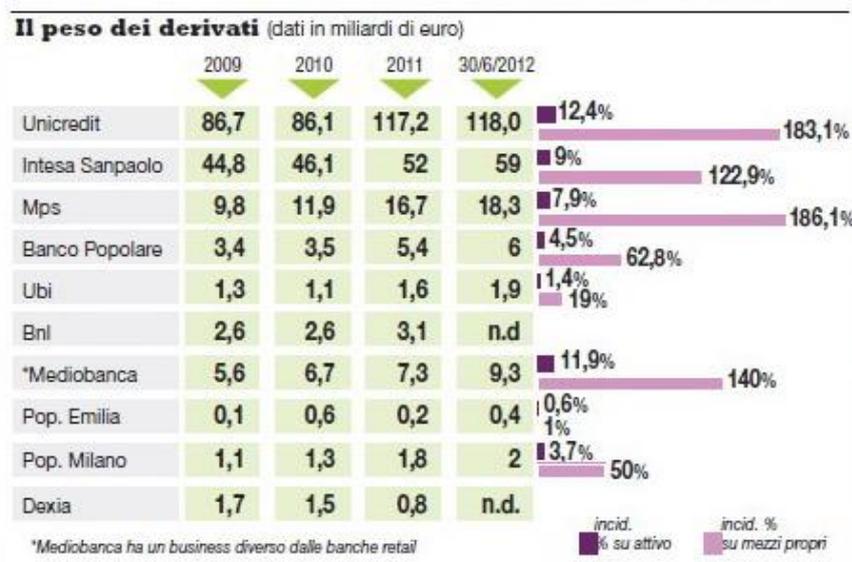
³¹ Ricerca & Studi Mediobanca (in sigla R&S) è una società per azioni interamente posseduta da Mediobanca costituita nel 1970 per sviluppare in Italia gli studi economici e finanziari sulle imprese e sui mercati.

³² Cfr. Il Sole 24 Ore – *Banche europee, 6mila miliardi di derivati*.

³³ Cfr. Il Sole 24 Ore – *Derivati Otc, più trasparenza sui dati eliminerebbe molti rischi (anche sistemici)*.

Come possiamo osservare dalla *Tabella 2*, Unicredit, il più grande istituto italiano, ha iscritti a bilancio 118 miliardi di strumenti derivati, per un valore pari a cinque volte la quotazione a Piazza Affari. Intesa-Sanpaolo segue a distanza (59 miliardi) mentre il Monte dei Paschi di Siena (vittima oggi dei suoi esercizi di finanza strutturata) ha nel salvadanaio 18,3 miliardi di derivati, il doppio di tre anni fa. Il peso dei derivati sulle maggiori banche italiane supera di gran lunga il 100% dei loro patrimoni netti, mentre la quota sui loro attivi è di circa il 10%³⁴. Dalle recenti statistiche notiamo che da un lato il numero dei soggetti con posizioni aperte in contratti derivati si sta riducendo gradualmente, ma il totale delle perdite teoriche sta salendo ugualmente.

Tabella 2



Un particolare rilievo, in questo contesto, rivestono le posizioni assunte dagli enti pubblici.

Nella *Tabella 3* è possibile osservare che dal 2009 il passivo degli enti territoriali coperto dai derivati si è ridotto di ben 9 miliardi di euro, circa il 25% in volume. Dettagliando tra i maggiori enti, i comuni nel 2009 avevano in corso coperture in

³⁴ R&S Mediobanca in *“Inchiesta”* su *“Repubblica”* afferma che la caratteristica di questi titoli è principalmente speculativa, mentre *“l’antica”* funzione di copertura del rischio associata a strumenti come *future* o *opzione* si è gradualmente smarrita nel tempo, visto il carattere altamente redditizio, per quanto rischioso, di questi investimenti.

derivati per 15,1 miliardi, a fine 2012 per soli 8 miliardi (-47%). In particolare l'esposizione dei comuni non capoluoghi di provincia è scesa da 4,4 miliardi a 1,8 (182 piccoli enti hanno posizioni ancora aperte, contro i 559 del 2009). Anche le province hanno ridotto nel periodo considerato il peso dei derivati, con una riduzione del nozionale del 20%; per le regioni, invece, il livello di esposizione risulta sostanzialmente stabile.³⁵

Tabella 3

Riduzione degli ultimi 5 anni dell'esposizione in derivati degli enti territoriali (milioni di euro)*						
	2008	2009	2010	2011	2012	TOTALE
Riduzione capitale nozionale	1.871,90	1.644,60	3.098,20	3.198,30	2.705,90	12.518,90
Numero contratti estinti	149	196	267	109	104	825

* Fonte: Dipartimento del Tesoro

Le passività conteggiate a fine settembre 2012 erano di ammontare impreciso (circa 6,6 miliardi di euro), poiché sono esclusi dal calcolo i cosiddetti “sinking funds”, ossia le società finanziarie che gli enti locali solitamente portano a garanzia delle operazioni sul credito erogato loro dalle banche, per cui le perdite potenziali potrebbero essere superiori.

I derivati più diffusi nei bilanci delle Pubbliche Amministrazioni sono IRS, “*interest rate swap*”, per mezzo dei quali è stato possibile trasformare i tassi di interesse su mutui da variabili in fissi.³⁶

Lo swap, ma in generale qualsiasi contratto derivato, assume valori di mercato negativi o positivi in relazione all'andamento delle variabili finanziarie di riferimento

³⁵ Cfr. con il *Censimento* del Tesoro (fine 2012).

³⁶ Un generale contratto Irs permette anche l'operazione opposta, ossia la trasformazione del tasso fisso in variabile.

nel periodo successivo alla stipula del contratto³⁷, per cui, in via del tutto esemplificativa, si possono accumulare perdite teoriche a causa di durevoli movimenti avversi del mercato (rispetto alle previsioni effettuate alla stipula del derivato). Solo in seguito ad una nuova inversione del trend di mercato, si verificherà una riduzione del gap negativo tra le controparti interessate.

In conclusione, le motivazioni della riduzione degli swap non vengono individuate dal Tesoro, ma probabilmente sono riconducibili alla chiusura anticipata dei contratti, visto che normalmente i derivati hanno tempi di estinzione molto lunghi³⁸ e che la moda degli swap contagiò gli enti pubblici intorno al Duemila. Probabilmente sta incidendo molto sull'operatività in materia il contenzioso in corso tra diversi enti e alcuni istituti di credito, causato dalle mancate coperture effettive del rischio e dai consistenti costi, definiti dai vari *media* "occulti", presenti nei contratti.

Non a caso nel corso degli anni si è manifestata in più occasioni la necessità di stilare regole che, da un lato facilitassero la comprensione di questi strumenti per le differenti tipologie di operatori, siano questi aziende o enti locali e, dall'altro, che scoraggiassero comportamenti opportunistici nell'utilizzo degli stessi, per esempio come mezzo per posticipare alcuni oneri a esercizi futuri.

³⁷ Non raramente i derivati presentano valori di mercato negativi o positivi già all'avvio della transazione, riflettendo la presenza di commissioni implicite che possono rendere le condizioni contrattuali non allineate con quelle prevalenti sul mercato. Inoltre, come già rilevato, un valore di mercato negativo o positivo può anche riflettere la presenza di premi corrisposti da una controparte all'altra al momento della stipula del contratto (*upfront*). (Fonte: Commissione 6a del Senato della Repubblica (Finanze e Tesoro) *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni* Audizione del Capo del Servizio Studi di Struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia Daniele Franco Senato della Repubblica 8 luglio 2009).

³⁸ Poiché generalmente il derivato ha per sottostante un mutuo.

D) Diligenza nell'intermediazione finanziaria

La normativa comportamentale circa l'attività di intermediazione finanziaria è contenuta nel Regolamento "Intermediari" del 1° luglio 1998. L'operatività bancaria deve necessariamente essere svolta con l'adozione di una diligenza specifica volta a porre in essere tutte le cautele operative richieste nell'interesse delle controparti. Più in particolare, l'intermediario è tenuto a comportarsi con *"diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati"*³⁹ salvaguardando *"gli interessi degli investitori e l'integrità del mercato mobiliare"*⁴⁰.

Nei rapporti con gli enti locali, tali principi e regole di comportamento assumono una specifica valenza che deriva proprio dalla natura pubblica dell'interlocutore, ossia una particolare attenzione alla percezione delle conseguenze di operazioni che, pur legittime, presentano un certo grado di complessità finanziaria. Inoltre, tutti gli enti di cui trattasi, in quanto pubblica amministrazione, non dispongono di risorse proprie da spendere liberamente, ma sono chiamati a gestire risorse della collettività che, proprio nel rispetto dei più alti principi costituzionali, devono essere impiegate con trasparenza, prudenza e "al meglio", nel perseguimento del pubblico interesse.

Richiamando quindi i concetti di trasparenza, informativa e cautela nei comportamenti degli intermediari finanziari operanti con gli enti locali, in virtù ed a ragione di principi etici basilari, pertanto, si presuppone che questi offrano in via cautelativa e tenuto conto della particolare natura pubblica degli stessi, una compiuta informativa a tutti gli enti in questione sulle caratteristiche e sui possibili rischi delle strutture proposte o richieste nonché degli scenari a cui l'operazione potrà dar luogo.

Si è ritenuto, in altre parole, che l'operatività con gli enti non possa prescindere da un ruolo pro-attivo della banca che, pur non potendo, ovviamente, assumere responsabilità dirette legate alla condivisione di obiettivi e finalità che rimangono eminentemente pubbliche, pone una attenzione peculiare nel favorire trasparenza e consapevolezza delle operazioni. Tale approccio, ispirato ad un particolare grado di

³⁹ cfr. art. 21, lett. a, TUF.

⁴⁰ Art.26 del Titolo I, Parte II, Libro III del Regolamento "Intermediari" n. 11522 del 1 luglio1998.

diligenza e correttezza nei confronti della controparte pubblica, è corretto, oltre che nella fase propositiva, anche in quelle di perfezionamento, mantenimento, chiusura e monitoraggio delle operazioni poste in essere.

1. Evoluzione storica della gestione del debito e concetti base

Sommario 1.1 L'evoluzione storica della finanza negli enti pubblici 1.2 La gestione e la ristrutturazione del debito. Cenni sulle metodologie utilizzabili per una gestione attiva del debito 1.3 Definizioni e caratteristiche generali dei derivati 1.4 Concetti base e finalità

▪ 1.1 L'evoluzione storica della finanza negli enti pubblici

La finanza degli enti pubblici ha subito nel tempo profondi mutamenti presentandosi ogni volta, ed a seguito di lunghi processi evolutivi, in modo sostanzialmente variegato.

Ripercorrendo, infatti, gli ultimi decenni, è possibile evidenziare tre distinti periodi, ciascuno caratterizzato da peculiari principi e criteri.

In particolare nei dieci anni dal 1979 al 1989 (periodo che ha inizio con il consolidamento del debito pubblico locale ad opera dei decreti "Stammati") si svolge un processo di accentramento della finanza degli enti, finanza che risulta basata su somme per lo più derivanti dal bilancio dello Stato e che si accompagna ad una progressiva "deresponsabilizzazione" dei poteri locali.⁴¹

In quegli anni, la funzione finanziaria all'interno degli enti risultava limitata al ricorso ai mutui (per la realizzazione di investimenti), per lo più della Cassa depositi e prestiti (il ricorso ai mutui delle banche era subordinato alla preventiva richiesta alla Cassa ed al mancato riscontro della stessa nei successivi quaranta giorni).

⁴¹ Mario Trombetta - *Appunti di gestione e finanza delle aziende pubbliche*, Halley Editrice, 2008.

Per i profili di finanza pubblica, si assiste in questo periodo all'introduzione del sistema di "Tesoreria unica"⁴² in base al quale le somme degli enti, proprio in virtù della loro provenienza statale, dovevano rimanere giacenti presso la Tesoreria statale ed in particolare nelle contabilità speciali accese a nome degli enti presso la Banca d'Italia, in qualità di tesoriere dello Stato.

Per ciò che concerne i rapporti banca/ente, la collaborazione risulta incentrata sullo svolgimento dei servizi di tesoreria che, in relazione alla complessità e rigidità delle norme che incidono sullo svolgimento del servizio, finisce per realizzare una peculiare figura di operatore bancario in sinergia con l'ente, nell'assicurare il continuo rispetto delle norme stesse nonché il perseguimento di obiettivi pubblici nell'interesse della collettività.

Il secondo periodo è compreso tra il 1990 e il 1997, periodo nel quale si assiste al recupero dei principi di autonomia degli enti. In questo senso, si ha come riferimento normativo la legge 8 giugno 1990, n. 142 recante "l'ordinamento delle Autonomie locali", dove trovano affermazione i nuovi principi di autonomia statutaria, regolamentare, finanziaria ed organizzativa.

Si assiste negli ultimi anni dello scorso secolo alle seguenti concrete innovazioni:

- passaggio da una finanza supportata dallo Stato ad una basata in prevalenza sull'autonomia impositiva e quindi su risorse proprie, in virtù soprattutto dell'introduzione di imposte locali, prima fra tutte l'ICI⁴³;
- sviluppo dell'autonomia statutaria e regolamentare con connesso processo di delegificazione culminato nell'emanazione delle leggi "Bassanini" del 1997⁴⁴;

⁴² I primordi della tesoreria unica sono riconducibili all'art. 40 della legge 30 marzo 1981, n. 119 attraverso l'introduzione di un limite percentuale di detenibilità di somme presso il sistema bancario.

⁴³ L'imposta istituita a decorrere dal 1993, fu introdotta dal Decreto Legislativo 30 dicembre 1992, n. 504.

⁴⁴ "Delega al Governo per il conferimento di funzioni e compiti alle regioni e agli enti locali per la riforma della pubblica amministrazione e per la semplificazione amministrativa" e, soprattutto, della "Bassanini-bis", "Misure per lo snellimenti dell'attività amministrativa e dei procedimenti di decisione e di controllo", la quale ha introdotto il principio della derogabilità da parte degli enti di alcune norme finanziarie e contabili emanate dal legislatore nazionale.

- decentramento di funzioni;
- introduzione di criteri di economicità di gestione;
- inizio del processo di progressivo superamento del sistema di tesoreria unica con l'introduzione della tesoreria unica "mista"⁴⁵ ;
- diversificazione delle forme di ricorso al credito esterno per il finanziamento di investimenti⁴⁶; ciò attraverso l'attenuazione del monopolio della Cassa depositi e prestiti – cade nel 1990 l'obbligo di ricorso preventivo all'Istituto – e, per i profili qualitativi – l'introduzione della disciplina in tema di emissione di prestiti obbligazionari⁴⁷.

Nel periodo in questione, ricco di profonde innovazioni normative, sono quindi state gettate le basi per una sempre maggiore responsabilizzazione degli enti, per una rivalutazione del ruolo attivo in tema di gestione finanziaria, e per la correlata enfaticizzazione della funzione finanza all'interno dell'ente. Tale innovativo contesto costituì poi il naturale presupposto per l'evolversi dei rapporti tra banche ed enti in senso sia qualitativo che quantitativo.

Nel terzo periodo, dal 1998 ad oggi, con un'intensificazione rilevata dall'anno 2000, si sono potuti osservare i risultati del lungo processo evolutivo all'interno dell'ente: la finanza innovativa si accompagna a quella tradizionale; si fa luogo ad una gestione attiva dei debiti in virtù anche di norme specifiche che prevedono la rimodulazione degli stessi; ci si interroga sulla migliore utilizzazione delle risorse via via fuoriuscite dalla tesoreria unica; si ricercano nuove fonti di finanziamento degli investimenti ricorrendo se del caso a tecniche di finanza di progetto⁴⁸.

⁴⁵ Il sistema, applicato a regioni, province e comuni con popolazione inferiore a 10.000 abitanti, è stato introdotto dal Decreto Legislativo 7 agosto 1997, n. 279, che prevede la possibilità di detenere su conto bancario e con obbligo di specifiche tecniche di spesa (volte al loro utilizzo prioritario), le somme relative ad entrate proprie; permangono in contabilità speciale le entrate "derivate" dal bilancio statale e le somme rivenienti da operazioni di indebitamento con oneri a totale o parziale carico dello Stato.

⁴⁶ L'articolo 119, sesto comma, della Costituzione stabilisce che i Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni possono indebitarsi solo per finanziare spese di investimento ed esclude al contempo ogni garanzia (ex ante) da parte dello Stato.

⁴⁷ Cfr. al riguardo l'art. 35 della legge 23 dicembre 1994, n. 724 e Decreto attuativo del 24 luglio 1996.

⁴⁸ Volendo sintetizzare, la nuova domanda degli enti assume le seguenti tre direzioni: rimodulazione dei debiti, investimenti finanziari sull'attivo, provvista per investimenti con metodologie innovative.

E' in questo contesto inquadrato nell'ambito delle politiche di indebitamento e della gestione del debito delle Amministrazioni locali che comincia ad imporsi una riflessione sull'utilizzo degli strumenti derivati, che si effettuano prime esperienze in materia, e che si registra la prima regolamentazione dell'innovativo fenomeno.

▪ 1.2 La gestione e la ristrutturazione del debito

L'utilizzo dei derivati da parte della Pubblica Amministrazione e, specificatamente, degli enti locali territoriali, è un fenomeno piuttosto recente che trova origine nell'esigenza, sempre più avvertita dai soggetti pubblici, di adottare politiche di gestione dinamica e manageriale delle attività e passività finanziarie.

In questo senso, gli enti pubblici si inseriscono in un processo evolutivo volto alla propria "aziendalizzazione", che può farsi risalire alle prime norme che hanno sancito (negli ultimi anni del XX secolo) l'autonomia finanziaria, la composizione di bilanci basati su risorse proprie, l'accollo pressoché totale al bilancio degli enti degli oneri di ammortamento dei mutui e prestiti, il progressivo superamento del sistema di tesoreria unica con recupero di margini di gestione della liquidità.

In virtù di tale evoluzione, gli enti, superando la logica di immutabilità dei mutui e dei prestiti, hanno dunque cominciato ad adottare una gestione dinamica di portafoglio ricorrendo a tecniche di ristrutturazione del debito pregresso da tempo in uso presso i soggetti privati.

Il bilancio degli enti pubblici è, infatti, segnato solitamente da *asincronia temporale (mismatching⁴⁹)* tra entrate e spese, che può causare momentanee crisi di liquidità, o nel caso estremo, l'impossibilità di far fronte alle obbligazioni assunte. Lo sfasamento che viene a crearsi, risolvibile nella pratica in ottica di lungo periodo, è gestibile nel breve termine tramite un'organizzazione indipendente dell'Asset Liability Management (ALM). In altre parole, non essendoci quella correlazione diretta tra il

⁴⁹ Per *mismatching* si intende una discordanza tra le scadenze delle poste dell'attivo e del passivo del bilancio di un operatore; una situazione simile comporta l'assunzione di un rischio di tasso e proprio attraverso un'operazione di *swap* si tende a migliorare la corrispondenza temporale tra attività e passività, trasformando le caratteristiche dei relativi flussi finanziari (Cfr. Petrella G., *Gli strumenti finanziari derivati*).

momento di acquisizione dell'entrata ed il momento di erogazione della spesa, essendo il primo indefinito, si arriva a concludere che la soluzione migliore, per l'ente locale, sia l'adozione di una gestione, più che integrata, indipendente dell'attivo e del passivo, almeno in riferimento alle poste incerte.⁵⁰

Più in dettaglio, tralasciando in questa sede la trattazione delle attività, gli obiettivi perseguiti attraverso la *gestione attiva del debito (Liability management*⁵¹), sono i seguenti:

- abbassamento del costo degli oneri finanziari dei mutui e prestiti in ammortamento per la collettività;
- copertura dal rischio della volatilità dei tassi di interesse;
- perseguimento di una struttura equilibrata di portafoglio;
- adeguamento ai movimenti della curva dei tassi.

Circa le metodologie utilizzabili, il contesto normativo consentiva (attualmente, infatti, è in vigore un “blocco restrittivo sulle operazioni in derivati” risalente al 2008, di cui si dirà in seguito) un ventaglio articolato di possibilità nell'ambito delle quali la funzione preposta dell'ente aveva modo di attuare le proprie strategie di gestione, scegliendo le soluzioni di volta in volta più idonee a realizzare gli obiettivi perseguiti.

Tra gli strumenti innovativi di gestione attiva del debito vi è l'uso dei derivati, la cui operatività da parte degli enti pubblici, essenzialmente locali, è sottoposta ad una disciplina *ad hoc* recante una serie di regole e condizioni volte a garantire uniformità e cautela nell'operato di enti svolgenti funzioni per la collettività.

▪ 1.3 Definizioni e caratteristiche generali dei derivati

Il TUF definisce gli “*strumenti finanziari derivati*” all'art 1, comma 3, attraverso un rinvio al precedente comma 2.

⁵⁰ Marina Spica, “*Gli interest rate swap negli enti locali: Rischi, opportunità e nuovo profilo giuridico*” .

In particolare sono tali i seguenti contratti:

- *contratti “Futures” su strumenti finanziari, su tassi d’interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l’esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti (lett. f, comma 2);*
- *contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi d’interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swaps) anche quando l’esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti (lett. g);*
- *contratti a termine collegati a strumenti finanziari a tassi d’interesse a valute a merci e ai relativi indici, anche quando l’esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti (lett. h);*
- *contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi d’interesse su merci e sui relativi indici anche quando l’esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti (lett. i);*
- *le combinazioni di contratti e di titoli indicati nelle precedenti lettere (lett. j).*

Il Decreto Ministeriale 2 marzo 2007, n. 44⁵² stabilisce all’art. 1, che sono da considerarsi tali anche i contratti e gli *strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio del credito*.

In termini pratici le caratteristiche di uno strumento derivato sono:

- il riferimento ad un capitale nozionale;
- un prezzo che è funzione della traslazione nel tempo dell’operazione sottostante;

⁵¹ Liability Management è quindi l’attività di gestione che permette all’ente di non subire passivamente le oscillazioni del mercato relative ai tassi di interesse ma di sfruttarle a proprio vantaggio modificando, in base alle esigenze e alle future aspettative di mercato, le proprie posizioni debitorie.

⁵² “Regolamento recante l’individuazione di nuove categorie di strumenti finanziari”

- il regolamento dei flussi che, in genere, avviene tramite scambio di differenziali calcolati sulla base del mercato sottostante a scadenza (alle scadenze) e le condizioni fissate all'atto della conclusione del contratto.

Esistono, oggigiorno, diversi tipi di strumenti derivati che possono essere classificati secondo vari criteri tra i quali, il principale, è quello che individua tali strumenti sulla base delle caratteristiche del mercato sul quale vengono scambiati.

Si distingue, infatti, tra:

- derivati trattati su mercati regolamentati (cd "exchange traded" - ET) il cui regolamento dei flussi, di norma, avviene giornalmente su appositi conti a margine gestiti da Casse di compensazione e garanzia⁵³ e calcolati sulla base del prezzo di mercato del giorno;
- derivati trattati sui mercati non regolamentati (cd "over the counter" - OTC) il cui regolamento dei differenziali avviene alle scadenze contrattuali in base alla differenza, calcolata sul capitale nozionale di riferimento, tra il prezzo stabilito nel contratto ed il valore del parametro di riferimento rilevato sul mercato.

Per entrambe le categorie vale la distinzione fra *compravendite a termine* di un sottostante (ad es. *Futures*, *Swaps*, *Fra*) dove il profilo di rischio è identico per acquirenti e venditori e *contratti di opzioni*, ossia strumenti dove il profilo di rischio differisce tra acquirente del diritto e venditore del diritto stesso: il primo ha il diritto, ma non l'obbligo, di ottenere dal venditore del medesimo una predeterminata transazione definita contrattualmente per la quale il venditore del diritto incassa un premio, a pronti o nel corso della durata dell'opzione. Sui mercati OTC è ormai possibile trovare combinazioni di strumenti sopra citati, che danno spesso luogo a prodotti a se stanti, con diversi nomi, solitamente, per ogni intermediario finanziario.⁵⁴

⁵³ Traduzione del termine inglese "Clearinghouse".

⁵⁴ Tra i prodotti Fixed Income più richiesti, ad esempio, che possiamo trovare sull' "handbook" della BNL BNP Paribas, vi sono derivati di cambio come *Full KIKO* (Knock-In Knock-Out) e *Kif* (Knock-In

Riassumendo quanto finora visto, i derivati finanziari sono dei contratti bilaterali basati sull'andamento e la performance di alcune variabili sottostanti, di diversa natura, da cui *derivano*, appunto, il valore, come ad esempio tassi di interesse quali l'Euribor (1M, 3M o 6M) o tassi di cambio, prezzi di commodities (materie prime come oro o petrolio), quotazioni azionarie, merito creditizio.

L'operatività in derivati è inevitabilmente intrecciata con diverse tipologie di rischio, a prescindere dalla possibilità di un movimento sfavorevole delle variabili sottostanti. Si possono infatti rintracciare rischi di controparte dovuti all'eventuale inadempienza contrattuale; rischi legali (sono perlopiù gli enti bancari ad esserne soggetti) riconducibili a difetti nella documentazione contrattuale e a violazione di norme regolamentari; rischi operativi conseguenti a perdite da frodi, errori umani, inadeguatezze delle procedure. Il rischio connesso con i derivati può risultare particolarmente elevato quando questi assumono forme che amplificano, attraverso meccanismi di leva finanziaria, l'entità delle prestazioni a carico dei contraenti.⁵⁵

Come è stato sottolineato dal Governatore della Banca d'Italia nel 2008, dopo la diffusione della crisi finanziaria statunitense: *“L'esperienza della crisi ha confermato che i prodotti derivati, in generale gli strumenti innovativi per il trasferimento del rischio, sono armi a doppio taglio. Se usati in modo accorto e prudente permettono agli operatori di coprire e diversificare il rischio e possono contribuire a ridurre la fragilità del sistema; se adoperati senza adeguata considerazione dei rischi consentono una moltiplicazione senza controllo della leva finanziaria. Al tempo stesso la proliferazione di strumenti complessi ha reso la distribuzione del rischio più opaca per il mercato, per i regolatori, per gli stessi operatori”*⁵⁶.

Di conseguenza l'esposizione finanziaria può assumere dimensioni assolutamente non quantificabili a priori da parte di persone che non abbiano una vera ed approfondita conoscenza, non solo dei mercati finanziari internazionali, ma anche di

Forward) con barriere a scadenza.

⁵⁵ *Le problematiche relative agli strumenti finanziari derivati*, Audizione informale del Direttore Generale della Banca d'Italia a cura di Fabrizio Saccomanni.

⁵⁶ L'audizione del Governatore della Banca d'Italia presso la 6ª Commissione Finanze e tesoro del Senato del 21 ottobre 2008 nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana*.

tutte le sfumature tecniche che sottendono alla formulazione ed articolazione di un contratto derivato⁵⁷.

I derivati più comuni sono definiti *plain vanilla*⁵⁸, termine usato appunto per definire una negoziazione standard⁵⁹. Il suo opposto è lo strumento così detto esotico, che altera le componenti di uno strumento finanziario tradizionale, creando un titolo più complesso. I prodotti *plain vanilla* hanno caratteristiche prestabilite, non contempiono quindi possibili opzionalità.

Un contratto *plain vanilla* può inoltre essere distinto in *par* o *non par*. I contratti *par* sono strutturati in modo tale che le prestazioni delle due controparti siano agganciate al livello dei tassi di interesse corrente al momento della stipula del contratto; a tale data il contratto ha quindi un valore di mercato nullo per entrambe le controparti. I contratti *non par*, invece, presentano al momento della stipula un valore di mercato negativo per una delle due controparti, poiché uno dei due flussi di pagamento non riflette il livello dei tassi di mercato. In generale, i termini finanziari della transazione vengono riequilibrati attraverso il pagamento di una somma di denaro alla controparte che accetta condizioni più penalizzanti; tale pagamento, che dovrebbe essere pari al valore di mercato negativo del contratto, prende il nome di *up front*⁶⁰.

I derivati si prestano ad essere utilizzati per due ordini di obiettivi. Innanzitutto, in rilievo, la storica finalità di copertura dei rischi (*hedging*), in assoluto la più diffusa: la struttura derivata del contratto, infatti, consente l'assunzione di una posizione di

⁵⁷ Si pensi, ad esempio, a un contratto di swap in cui una parte paga un tasso fisso e l'altra un tasso Variabile pari al tasso di mercato. Il contratto può prevedere che se il tasso di mercato supera un valore predeterminato i flussi di pagamento variabili si commisurino al tasso di mercato moltiplicato per un coefficiente superiore ad uno.

⁵⁸ Questa espressione ha a che fare con i gelati: «solamente vaniglia», come dire «niente di più semplice!...» E infatti nel mondo ormai fantasioso delle opzioni, ma anche in quello delle obbligazioni o di altri strumenti derivati, la *plain vanilla* rappresenta un esempio di tradizione e semplicità (Fonte www.ilsole24ore/parole/Economia).

⁵⁹ John C.Hull, *Opzioni, Futures e altri derivati*, Pearson Educational Italia S.r.l., 2006.

⁶⁰ VI Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati, "Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati" Audizione del Direttore Generale della CONSOB Dott. Massimo Tezzon.

segno opposto rispetto a quella da cui origina il rischio che si intende coprire (*offset the risk*).

Tuttavia, è possibile impiegare i derivati con finalità altamente speculative, anticipando (in altre parole “scommettendo”) sull’andamento delle variabili sottostanti. I derivati sono stati protagonisti di una crescente popolarità poiché in grado di offrire una serie di caratteristiche che gli altri assets non hanno.

Brevemente verranno analizzate di seguito queste caratteristiche.

- **Relazione tra il valore dei derivati e dei loro assets sottostanti.** Quando il valore dell’attività cambia, così cambia anche il valore del derivato, ad esempio i prodotti futures, che si basa sulla stessa, fino a convergere a scadenza⁶¹. La relazione, invece, tra il valore di un asset e di un’opzione costruita su quella stessa attività è più complicata, ma sono sempre associati.
- **Short positions.** Si dice che un investitore ha una posizione corta in un’attività se è obbligato a consegnare la stessa in futuro. Generalmente è più facile assumere una posizione corta in derivati che in altri assets: infatti per gli stock o bonds, ad esempio, un investitore ha necessità di corrispondere l’intero valore dell’asset nel momento dell’acquisto, mentre un prodotto derivato garantisce gli stessi effetti futuri ad un prezzo ridotto (effetto *leverage*).
- **Liquidità e costi di transazione.** Le operazioni di scambio di derivati sono più liquide ed hanno costi di transazione più bassi rispetto agli altri assets. Essi sono più liquidi perché hanno termini standardizzati (se scambiati su mercati ufficiali), basso rischio di credito (merito della *clearinghouse*⁶²) e più ampio interesse pubblico rispetto alle attività sottostanti⁶³. Inoltre, i loro

⁶¹ Il Prezzo Spot dell’asset sarà pari al Prezzo Future del derivato costruito su tale asset.

⁶² Organo di mercato che è controparte automatica e speculare di tutti i contratti stipulati in un mercato, al fine di limitare il rischio di inadempimento delle transazioni. La garanzia del buon fine delle transazioni è assicurata da due strumenti: la limitazione e la selezione dei soggetti ammessi al mercato (e, quindi, ad avere rapporti con la clearing house) e la raccolta e la gestione dei margini di garanzia versati dai soggetti ammessi al mercato. (Fonte: www.borsaitalia.it/Glossario)

⁶³ Remolona, “*The recent growth of financial derivative market*”.

costi di transazione sono più bassi e i relativi margini richiesti contenuti, riflettendo, appunto, il basso livello di rischio di credito associato con i derivati. Citando le parole scritte da Miller si può affermare che i contratti futures (riferimento estendibile a generici contratti derivati) “*sono disegnati e introdotti negli scambi sostanzialmente con una considerazione in mente: bassi costi di transazione*”. In contrasto, termini personalizzati e la mancanza di una “casa di compensazione” rendono i derivati OTC relativamente illiquidi. Come conseguenza, le controparti in questo tipo di strumenti potrebbero non essere in grado di recedere dal loro contratto al cambiare delle necessità di portafoglio. In questa circostanza, la controparte che desidera abbandonare l’accordo deve entrare in una posizione di segno contrario (offsetting position) e mantenerla insieme al contratto originale in modo da compensare i flussi di cassa fino alla scadenza.

- **Ingegneria finanziaria.** I derivati possono essere costruiti o combinati al fine di incontrare maggiormente le necessità specifiche del portafoglio di un investitore, siano queste esigenze di copertura o speculative.

▪ 1.4 Concetti base e finalità

L’utilizzo di strumenti derivati, ormai in stallo dal 2008, era consentito agli enti locali esclusivamente per finalità di copertura dai seguenti rischi:

- di cambio: la copertura era *obbligatoria* sulle emissioni obbligazionarie denominate in valute diverse dall’euro;
- di tasso d’interesse: la copertura era *facoltativa* e veniva posta in essere dagli enti che intendevano mutare il profilo finanziario del loro indebitamento senza estinguere e riaccendere il medesimo.

In entrambi i casi, i derivati appartengono alla categoria degli OTC e che comportano alle scadenze prefissate uno scambio di differenziali. Nel caso della copertura dal rischio di cambio si utilizza il CCIRS - *Cross Currency and Interest Rate Swap*, dove in coincidenza con le date dell’emissione viene fissato un cambio iniziale al

livello di mercato, che sarà di norma uguale a quello di scadenza e che consentirà all'ente di rimborsare i fondi raccolti sui mercati internazionali senza subire le oscillazioni nel frattempo intervenute sul rapporto di cambio (siano esse favorevoli o sfavorevoli all'emittente). In corrispondenza con le date dei flussi cedolari dell'obbligazione avverrà uno scambio di differenziali tra il tasso fisso/variabile cui è indicizzata l'emissione (ad esempio nel caso del parametro variabile: il Libor dollaro) e l'Euribor. Il CCIRS prevede inoltre la possibilità di trasformare da tasso variabile in tasso fisso o viceversa l'esposizione alle oscillazioni dei tassi d'interesse.

Nel caso della copertura dal rischio di tasso d'interesse gli enti locali possono utilizzare IRS, FRA e COLLAR ed acquistare opzioni CAP e combinazioni tra questi strumenti⁶⁴ al fine di minimizzare o addirittura, ove possibile, a neutralizzare le variazioni dei tassi.

L'obiettivo di una copertura dal rischio di tasso d'interesse tramite derivati è quello di mutare il profilo di indebitamento dell'ente senza i costi derivanti dall'estinzione dei debiti sottostanti, con un elevato grado di flessibilità per quanto concerne importi e durate.

Il rischio di tasso esiste sia per debiti a tasso fisso che per quelli a tasso variabile ed è misurabile. Se, ad esempio, si è fatto luogo ad un'operazione a tasso fisso (come erano solite essere quelle aventi per controparte la Cassa Depositi e Prestiti) e successivamente si osserva che il mercato dei tassi a breve termine - espresso dai tassi Euribor - registra livelli e prospettive inferiori a quello dell'indebitamento a suo tempo stipulato, l'ente corre un rischio in termini di mancate opportunità: sta pertanto pagando un tasso certo ma più alto di quello che il mercato offre; per eliminare questo rischio in relazione ai futuri andamenti dei tassi, l'ente può allora decidere di stipulare un IRS con una banca dove, avendo a riferimento il capitale nozionale del mutuo ed il suo progressivo ammortamento, scambierà in corrispondenza con le date del contratto di mutuo sottostante il differenziale tra il tasso fisso del mutuo ed il tasso Euribor maggiorato o diminuito di uno spread fissato contrattualmente. Tale spread non remunera, come avviene in un finanziamento, il rischio di credito, ma esprime la differenza esistente all'atto della negoziazione dello swap tra il tasso fisso dell'indebitamento ed il tasso fisso che il mercato esprime in quel momento.

Se, invece, un ente è indebitato per mutui o prestiti obbligazionari a tasso variabile (ricorrente nelle operazioni contratte con le banche commerciali) corre il rischio di pagare interessi troppo alti nel caso in cui i tassi cui è parametrato il debito (ad es. Euribor) dovessero salire; può allora decidere di coprirsi da questa eventualità “entrando” in un IRS con una banca dove, sempre avendo a riferimento il capitale nozionale del mutuo ed il suo progressivo ammortamento, scambierà in corrispondenza con le date del contratto di mutuo (o del prestito obbligazionario) sottostante, il differenziale tra il tasso Euribor che è il parametro del debito sottostante ed il tasso fisso dello swap, che esprimerà il mercato del giorno di conclusione del contratto.

I contratti di swap potranno inoltre contenere al loro interno delle opzioni di tasso (Caps, Collars) nei modi previsti dalla normativa vigente e di seguito analizzati in dettaglio.

2. Le norme sui derivati agli enti locali

Sommario 2.1 I precedenti 2.2 La Circolare Ministeriale del 27 maggio 2004 2.3 Il Decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112.

▪ 2.1 I precedenti

L'assenza di indicazioni normative ha portato negli anni passati a numerose ed ampie discussioni circa la corretta operatività e regolamentazione dei derivati nella disciplina della finanza locale, facendo sorgere la necessità di un puntuale inquadramento della gestione finanziaria degli enti, nonché l'individuazione di specifici limiti di indebitamento e vincoli di destinazione delle risorse pubbliche.

Le prime operazioni sono state effettuate già prima del 2000 in vigenza dei due principali contesti normativi di finanza locale, poi unificati nel TUEL (Testo Unico delle leggi sull'ordinamento degli Enti Locali, di cui al Decreto Legislativo 18 agosto 2000, n. 267).⁶⁵

⁶⁴ Successivamente saranno descritti degli esempi su operazioni in derivati.

⁶⁵ In particolare, la legge 8 giugno 1990, n. 142 sull'Ordinamento delle Autonomie Locali e il Decreto

L'art. 54 della legge n. 142/1990 riconosceva agli enti locali (principalmente comuni e province) la piena autonomia finanziaria, legittimando di fatto le prime operazioni in derivati. Inoltre le norme relative all'ordinamento finanziario presenti nel Decreto Legislativo n. 77/1990, non contenevano divieti all'utilizzo di tali strumenti; prevedevano, invece, la possibilità di indebitarsi a tasso fisso e tasso variabile e quindi anche, in sede di rinegoziazione, l'effettuazione di operazioni di trasformazione dei tassi.

Un'opportuna regolamentazione specifica della materia ha avuto inizio sulla base dell'art. 41 della legge finanziaria per l'anno 2002, poi soggetto ad una modifica integrativa nell'ambito della legge finanziaria per l'anno 2007. Nella sua prima stesura, tale articolo (per il cui testo si rimanda alla nota⁶⁶) sembra invitare esplicitamente gli enti pubblici ad abbandonare una gestione passivo del debito in favore di un approccio manageriale dei rischi finanziari, volta alla protezione dell'equilibrato sviluppo dei flussi in entrata ed in uscita ed alla tutela della capacità di indebitamento.

Successivamente alla modifica, è stato previsto che, a partire dal 1° gennaio 2007, i contratti relativi ad operazioni in strumenti derivati, prima della loro sottoscrizione, siano trasmessi al Ministero dell'Economia e delle Finanze. Tale incombenza è considerata come uno degli *elementi costitutivi dell'efficacia* dei contratti.

▪ 2.2 La Circolare del 27 maggio 2004

Legislativo n. 25 febbraio 1995, n. 77, in tema di bilancio e contabilità degli enti locali.

⁶⁶ Secondo l'art.41 gli enti locali, consorzi tra enti territoriali e le regioni possono «...*emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito. Fermo restando quanto previsto nelle relative pattuizioni contrattuali, gli enti possono provvedere alla conversione dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996, anche mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegoziazioni, anche con altri istituti, dei mutui, in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi, al netto delle commissioni e della eventuale retrocessione del gettito dell'imposta sostitutiva di cui all'art. 2 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, e successive modificazioni* ».

In materia occorre poi tener conto della Circolare Ministeriale 27 maggio 2004, con la quale il Ministero competente ha inteso chiarire alcuni aspetti interpretativi necessari per una corretta applicazione delle norme contenute nel suddetto regolamento.

Con riguardo ai contenuti della disciplina in tema di derivati, occorre anzitutto sottolineare come la stessa prenda con fermezza le distanze da una possibilità di utilizzo di tali strumenti per finalità speculative e per evitare che i derivati vengano utilizzati per rinviare agli esercizi futuri degli oneri relativi al servizio del debito, in luogo di quelle finalizzate alla rimodulazione dei debiti. Si stabilisce, infatti, il principio in base al quale le operazioni possono essere effettuate *esclusivamente in corrispondenza di passività effettivamente dovute*.

Secondo il decreto, tre erano le condizioni necessarie affinché si potessero ammettere operazioni in derivati per la ristrutturazione del debito: 1) che non posticipassero la scadenza del debito originario; 2) che non comportassero un *upfront* (ossia la somma di denaro regolata al momento della conclusione del contratto) superiore all'1 per cento del nozionale; 3) che non prevedessero un profilo crescente nel tempo dei valori attuali dei pagamenti da parte dell'ente.⁶⁷

Tale principio è stato ripreso e rafforzato (con espressa estensione alle regioni) nell'ambito del comma 736 dell'art. 1 della legge finanziaria per l'anno 2007 (legge n. 296/2006)⁶⁸.

Il legislatore, inoltre, tenendo conto della natura pubblica del soggetto e della necessità di contenere il rischio di credito per le controparti, ha ritenuto di obbligare gli enti alla conclusione dei contratti "con intermediari contraddistinti da adeguato merito di credito, così come certificato da agenzie di rating riconosciute a livello internazionale"⁶⁹; agli stessi fini sono inoltre state stabilite in modo puntuale le tipologie

⁶⁷ cfr. l'audizione della Corte dei Conti presso la 6a Commissione Finanze e tesoro del Senato del 18 febbraio 2009 nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*.

⁶⁸ Il testo della norma citata è il seguente: "*le operazioni di gestione del debito tramite utilizzo di strumenti derivati (...) devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato. Gli enti possono concludere tali operazioni solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute*".

⁶⁹ La Circolare Ministeriale del 27 maggio 2004 puntualizza che l'*investment grade* deve essere non inferiore a BBB/Baa/BBB secondo le scale, rispettivamente, di Standard&Poor's/Moody's/FitchRatings), ossia un livello "adeguato" per la controparte bancaria.

di operazioni consentite le quali vengono elencate nell'art. 3 del decreto, ad esempio l'obbligo di stipulare contratti di *swap* a copertura del rischio di cambio per le passività in valute diverse dall'euro.

▪ 2.3 Il Decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112

Il Decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112 dal titolo: "Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione Tributaria"⁷⁰ riporta all'art.62, in materia di operatività dei derivati circa la Pubblica Amministrazione, i seguenti punti fondamentali:

Art. 62.

Contenimento dell'indebitamento delle regioni e degli enti locali

1. Ai fini della tutela dell'unità economica della Repubblica e nel rispetto dei principi di coordinamento della finanza pubblica previsti agli articoli 119 e 120 della Costituzione, alle regioni, alle province autonome di Trento e Bolzano e agli enti locali e' fatto divieto di stipulare fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 2, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti all'articolo 1, comma 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nonche' di ricorrere all'indebitamento attraverso contratti che non prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento comprensive di capitale e interessi. La durata dei piani di ammortamento non può essere superiore a trent'anni, ivi comprese eventuali operazioni di rifinanziamento o rinegoziazione ammesse dalla legge. E comunque per il periodo di un anno decorrente dalla data di entrata in vigore del presente decreto.

2. Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale delle società e della borsa, con regolamento da emanarsi ai sensi dell'articolo 17, comma 3, della legge 23 agosto 1988, n. 400, individua la tipologia degli strumenti

⁷⁰ Convertito nella *Legge 6 Agosto 2008, n.133*.

finanziari derivati che i soggetti di cui al comma 1 possono stipulare e stabilisce i criteri e le condizioni per la conclusione delle relative operazioni.

3. Restano salve tutte le disposizioni in materia di indebitamento delle regioni, delle province autonome di Trento e Bolzano e degli enti locali che non siano in contrasto con quelle le disposizioni del presente articolo.

Il Decreto legge in questione costituisce un reale “*blocco*” dell’operatività in derivati da parte delle Pubbliche Amministrazioni, vietando esplicitamente la stipulazione di nuovi contratti di finanza strutturata per un periodo di almeno un anno, o comunque fino alla data di entrata in vigore di un nuovo regolamento⁷¹ che dovrà essere definito dal Dipartimento del Tesoro, in collaborazione con la Banca d’Italia e la Consob (attualmente ancora in fase di lavorazione).⁷²

La normativa è stata pubblicata con l’obiettivo di tutelare l’incontrollabile situazione finanziaria degli enti locali, la cui esigenza nasce proprio dalla mancanza, nella disciplina previgente, di un controllo preventivo di tipo quantitativo sull’effettiva efficacia dei contratti derivati in termini di riduzione sia dei costi che dei rischi.⁷³

Questa problematica si è manifestata forse tardivamente, a causa del contesto in cui versa solo negli ultimi anni la finanza pubblica delle Amministrazioni locali che ha subito (e continua a subire) l’andamento avverso della curva dei tassi di interesse e l’eccessiva esposizione alle posizioni aperte in derivati, ormai in perdita.

Gli ambiti di intervento della normativa di riordino sono stati sostanzialmente ribaditi dalla legge finanziaria per il 2009, che ha inoltre previsto la possibilità di ristrutturare i contratti derivati in essere a seguito di una modifica delle passività sottostanti.

⁷¹ La nuova normativa si preoccuperà di individuare quelle che sono le tipologie di strumenti derivati che potranno essere trattati dagli enti locali, nonché le informazioni da apporre nei contratti affinché la loro trasparenza sia massima.

⁷² Commissione 6a del Senato della Repubblica (Finanze e Tesoro), “*Indagine conoscitiva sull’utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*”, Audizione del Capo del Servizio Studi di Struttura economica e finanziaria della Banca d’Italia Daniele Franco (8 luglio 2009)

⁷³ <http://www.dirittobancario.it/angolo-della-finanza/enti-locali-e-contratti-derivati>.

3. La qualificazione giuridica dell'ente

Sommario 3.1 La configurabilità quale operatore qualificato 3.2 L'informativa base 3.3 I criteri di diligenza e correttezza

▪ 3.1 La configurabilità quale operatore qualificato

Il nostro ordinamento considera un contratto derivato non come un contratto di finanziamento, soggetto quindi alla disciplina contenuta nel Testo Unico Bancario (TUB), bensì come uno “strumento finanziario”, rientrante nell'elencazione contenuta nel Testo Unico della Finanza (TUF).

Questa tipologia di strumenti finanziari, nella prassi, viene negoziata per lo più tra un intermediario finanziario ed un soggetto avente o meno la qualifica di “operatore qualificato” (o *professionale*), per cui si possono rinvenire i profili normativi negli artt. 21 e ss. del TUF e nel Regolamento attuativo “Intermediari” emanato dalla Consob⁷⁴;

La disciplina, la cui applicazione differisce in relazione alla sussistenza o meno della qualifica di operatore professionale, con differenti livelli di informazioni e cautele per gli operatori non qualificati, non è stata disegnata per riflettere le peculiarità del rapporto tra intermediario finanziario ed un ente.

Da quanto appena esposto derivavano obiettive difficoltà per gli intermediari, la cui operatività nei confronti dell'ente era in uno stato di incertezza, relativamente alla natura dei propri comportamenti ed al proprio agire, cercando comunque di fornire un

⁷⁴ Con delibera n. 11522/1998 e successive modificazioni.

sufficiente grado di tutela, per contemperare la prestazione professionale dei servizi di investimento resi con la natura e i fini dell'ente.

Tale situazione di incertezza ha visto dei primi tentativi di superamento con il recepimento della direttiva MiFID⁷⁵ emanato dal Parlamento Europeo (risalente ad Aprile 2004, ma attuata con la successiva direttiva 2006/73/CE⁷⁶). Innanzitutto, in risposta all'esigenza avvertita dal mercato, la Direttiva menziona espressamente la clientela avente il connotato pubblico, portando chiarezza sulla categoria di appartenenza degli enti locali e territoriali, contemperando l'esigenza, oggettiva, di snellezza dell'operazione con quella, soggettiva, di idonea tutela del cliente.

In particolare è stato introdotto un nuovo sistema di classificazione dell'operatore: la direttiva prevede, *in luogo della bipartizione tra operatori qualificati e operatori retail, una tripartizione, distinguendo tra qualificati, professionali e retail, con una maggiore gradazione, quindi, degli obblighi e dei profili di tutela per le diverse categorie di investitori.*

Per i nostri fini, rileva che, ai sensi della Direttiva 2004/39/CE, ossia della stessa MiFID, *i governi nazionali e regionali, gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sovranazionali, come la Banca Mondiale, il Fondo Monetario Internazionale, la Banca Centrale Europea, la Banca Europea per gli Investimenti ed altre organizzazioni internazionali analoghe* sono considerati come clienti professionali per tutti i servizi e gli strumenti di investimento.

Quanto appena esposto viene integrato con la classificazione prevista dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, rinvenibile nel Decreto dell'11 novembre 2011 n. 236⁷⁷, di seguito enunciata.

Ai sensi dell'art.1 comma b), apprendiamo la definizione di «cliente professionale», dicesi tale *il cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la*

⁷⁵ Acronimo di *Markets in Financial Instruments Directive*.

⁷⁶ Entrambe le direttive sono state recepite in Italia nel 2007 con il Decreto Legislativo 164/2007 (www.wikipedia.com)

⁷⁷ «Definizione ed individuazione dei clienti professionali pubblici, criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e relativa procedura di richiesta ai sensi dell'articolo 6, comma 2- sexies, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58».

competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di operazioni e di investimenti finanziari e per valutare correttamente i rischi che assume.

In base al comma c) dello stesso articolo, tramite un rimando al successivo art.2, vengono definiti esplicitamente i «*clienti professionali pubblici*» (di diritto) secondo quanto segue: *sono clienti professionali pubblici per tutti i servizi, ivi compresi quelli di gestione collettiva, e gli strumenti: a) il Governo della Repubblica; b) la Banca d'Italia.*

Ai sensi dell'art.3, infine, si ha una definizione di quei soggetti pubblici che possono essere trattati come clienti professionali su richiesta (e la relativa procedura): *possono chiedere agli intermediari di essere trattati come clienti professionali i soggetti di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, e gli enti pubblici nazionali e regionali che soddisfano i seguenti requisiti:*

- a) entrate risultanti dall'ultimo bilancio approvato superiori a 40 milioni di euro;*
- b) aver effettuato operazioni finanziarie di valore nominale o nozionale complessivo superiore a 100 milioni di euro nel corso dell'anno precedente la stipula del contratto;*
- c) presenza in organico di personale qualificato addetto alla gestione finanziaria⁷⁸.*

L'intermediario quindi deve informare il cliente, che risponde ai requisiti di cui sopra, prima di qualunque prestazione di servizi, che è stato classificato e verrà considerato quale cliente professionale, garantendogli contestualmente la facoltà di richiedere un livello più elevato di protezione, nel caso in cui lo stesso senta di non possedere le conoscenze sufficienti per operare con strumenti finanziari.

Nel quadro normativo delineato, gli enti pubblici locali non rientrano nella categoria di clienti professionali, con la sola eccezione delle Regioni. Per esclusione gli enti pubblici territoriali rientrano nella classe residuale dei clienti al dettaglio (fatta salva la possibilità di chiedere l'*upgrading* come professionali, in presenza dei detti requisiti). La rinuncia di un più alto livello di tutela e trasparenza, quindi di una minor protezione giuridica, si potrebbe motivare considerando le condizioni economiche favorevoli garantite agli operatori professionali.

⁷⁸ http://www.dt.tesoro.it/it/news/regolamento_clienti.html

3.2 L'informativa di base

In sostanza, come già anticipato nel “paragrafo D” introduttivo, l'operatività dell'intermediario bancario deve essere caratterizzata da trasparenza e diligenza, nel rispetto degli interessi del cliente. Nella pratica, la banca è tenuta a rispettare obblighi differenti a seconda che il cliente faccia parte della categoria *retail* o *professionale* (da rilevare che in entrambi i casi è prevista da parte dell'intermediario la *best execution*, ossia l'esecuzione degli ordini alle migliori condizioni possibili).

Per i clienti al dettaglio, l'informativa, nelle varie fasi dell'operatività, potrebbe a mero titolo esemplificativo essere articolata come segue.

1) *Fase propositiva*

- fornitura di un'analisi delle caratteristiche della struttura di debito dell'ente e della struttura di derivati su di essa configurabile, sulla base delle indicazioni e delle esigenze che provengono dall'ente;
- illustrazione delle operazioni proposte evidenziando in modo distinto gli effetti diretti delle stesse e l'effetto complessivo sulla passività cui vengono riferite;
- messa a disposizione, tenendo naturalmente in debito conto la “relatività” dei dati a disposizione per l'effettuazione delle simulazioni, di una rappresentazione dei *teorici* flussi differenziali di periodo generabili dalla struttura per la sua intera durata, se del caso anche in base a diversi scenari di evoluzione dei tassi (da intendersi come andamenti sia “favorevoli” sia “sfavorevoli”) o messa a disposizione di altri indicatori sintetici di rischiosità;
- fornitura di ogni utile informazione “di base”, relativa, cioè, alle domande più frequenti che caratterizzano l'approccio a tali operazioni da parte dei soggetti interessati.
- indicazione della ricomprensione della struttura proposta allo scopo di fornire all'ente una indicazione normativa dalla quale trarre le proprie valutazioni ai fini delle eventuali operazioni da porre in essere e dei connessi atti formali da adottare.

2) Fase di mantenimento/monitoraggio

- comunicazione periodica e/o a richiesta dell'ente:
 - del valore di *mark to market* della struttura di derivato posta in essere;
 - del valore dei teorici flussi attesi in base alla curva dei tassi forward di volta in volta applicabile;

Nei confronti dei clienti professionali le Banche non sono tenute all'osservanza dei seguenti obblighi:

- osservare le specifiche condizioni di correttezza e trasparenza nelle informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie o promozionali, così come previste per i clienti al dettaglio;
- fornire specifiche informazioni puntualmente identificate dalla normativa (quali ad esempio informazioni sull'intermediario, sui costi e oneri, ecc);
- concludere per iscritto i contratti con il cliente per la prestazione di servizi di investimento;
- fornire ai clienti, entro i termini definiti dalla normativa, informazioni sugli ordini eseguiti per loro conto;
- rendicontare, entro i termini definiti dalla normativa, i risultati della gestione di portafogli e fornire informazioni su operazioni con passività potenziali.

▪ 3.3 I criteri di diligenza e correttezza

La natura di operatore qualificato del cliente (l'ente pubblico) non comporta l'intera sottrazione del servizio all'applicazione di puntuali regole comportamentali. I rapporti tra intermediari ed operatori qualificati sono infatti caratterizzati dal rispetto da parte dell'intermediario dei doveri di diligenza e correttezza.

La lett. a) dell'art. 21 del TUF impone, infatti, "*diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati*". Tali doveri permeano l'attività dell'intermediario bancario in senso assoluto e nella vendita di

qualunque strumento finanziario; la loro sussistenza riguarda, quindi, le ipotesi in cui il servizio abbia ad oggetto un derivato e prescinde dalla circostanza che si versi nell'ambito di un rapporto con una controparte qualificata ovvero con un operatore retail.

Occorre osservare che, per quanto riguarda il dovere di diligenza, trattasi della diligenza specifica del professionista, quindi più rigorosa, e non già quella generica del buon padre di famiglia.

Per quanto concerne il principio di correttezza si richiamano, invece, comportamenti che devono adeguarsi alle circostanze del caso concreto. Nella fase precontrattuale, viene in questione un dovere di lealtà, finalizzato ad impedire che nel cliente siano suscitati falsi affidamenti; nelle successive fasi di formazione ed esecuzione del contratto, si pone un obbligo di "protezione" da parte dell'intermediario, inteso come dovere di mantenere una condotta idonea a tutelare l'integrità della sfera degli interessi del proprio cliente.

4. L'operatività in derivati degli enti locali

Sommario 4.1 Le strutture di base e loro combinazioni 4.2 I diversi obiettivi di copertura dei derivati 4.3 Derivati a valere su debiti con rimborsi bullet 4.4 Operazioni con premio o sconto 4.5 Altri principi e limiti fissati dalla normativa 4.6 La "manutenzione" delle operazioni

▪ 4.1 Le strutture di base e loro combinazioni

L'articolo 3 del Decreto Ministeriale n. 389/2003, così come interpretato dalla relativa Circolare del 27 maggio 2004, prevede l'*obbligo* per gli enti di effettuare swap di tassi di cambio (*cross currency swap*) in corrispondenza di debiti denominati in divise diverse dall'euro.

La suddetta normativa prevede inoltre la *possibilità* di effettuare le seguenti altre operazioni in strumenti derivati, che consentono la trasformazione del rischio di tasso relativo ad una passività:

-
- a) “*swap di tasso di interesse*” (*Interest Rate Swap*), in cui l’ente può trasformare la tipologia di tasso, fisso o variabile, di un indebitamento;
- b) “*acquisto di forward rate agreement*”, in cui l’ente fissa i valori dei parametri di indicizzazione applicabili a scadenze future;
- c) “*acquisto di cap*”, in cui l’ente viene garantito da aumenti del tasso di interesse oltre un livello stabilito;
- d) “*acquisto di collar*”, per mezzo del quale la variabilità del tasso è circoscritta all’interno di un minimo (*floor*) e di un massimo (*cap*). Ai sensi della Circolare, “è implicito nell’acquisto del collar l’acquisto di un cap e la contestuale vendita di un floor, consentita unicamente al fine di finanziare la protezione dal rialzo dei tassi di interesse fornita dall’acquisto del cap”. In ogni caso, nel rispetto dei principi della normativa, l’eventuale maggior valore di mercato del floor rispetto al cap al momento della conclusione del derivato deve necessariamente tradursi in un beneficio all’ente rispetto alle condizioni che lo stesso ente avrebbe ottenuto nel caso in cui avesse contratto un collar avente un floor con il medesimo valore di mercato del cap⁷⁹;
- e) *altre operazioni derivate contenenti combinazioni di operazioni di cui ai punti precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un intervallo di tempo predefinito;*
- f) *altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito, solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività. Dette operazioni sono consentite ove i flussi con esse ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento*

⁷⁹ Il suddetto beneficio può ad esempio concretizzarsi in un abbassamento dello *spread* pagato dall’ente lungo la vita del derivato, oppure, in caso di ristrutturazione di uno strumento derivato già esistente, nell’evitare la corresponsione (ovvero ridurne l’importo) dell’eventuale mark-to-market che sarebbe altrimenti dovuto dall’ente.

delle operazioni non superiore a 1% del nozionale della sottostante passività.

Quest'ultima categoria, a carattere residuale, comprende le operazioni di ristrutturazione del debito inteso come piano di rimborso del capitale e pertanto effettuate in un momento successivo rispetto alla conclusione dell'operazione sottostante. Sono pertanto comprese nella lettera f) le strutture che portano ad una variazione del piano di ammortamento della passività, pur con i vincoli sopra individuati.

L'art. 3 della Circolare prevede che le operazioni di cui alle lettere da a) a d) siano effettuate nella forma "*plain vanilla*"⁸⁰, sottolineando come "queste tipologie siano coerenti con il contenimento dell'esposizione dell'ente ai rischi finanziari conseguenti al rialzo dei tassi di interesse e quindi con l'obiettivo del contenimento del costo dell'indebitamento"⁸¹.

La Circolare motiva pertanto la limitazione alle sole tipologie *plain vanilla*⁸² con la finalità della riduzione del rischio di tasso. Tale specificazione appare importante per identificare operazioni in cui sia dubbia la riconducibilità o meno alla forma *plain vanilla*, in quanto tale definizione, pur essendo molto diffusa sul mercato, non individua in modo univoco particolari strutture ed inoltre si evolve nel tempo con lo sviluppo dei mercati finanziari.

⁸⁰ Questa espressione ha a che fare con i gelati: «solamente vaniglia», come dire «niente di più semplice!...» E infatti nel mondo ormai fantasioso delle opzioni, ma anche in quello delle obbligazioni o di altri strumenti, specie quelli derivati, la *plain vanilla* rappresenta un esempio di tradizione e semplicità. (Fonte www.ilsole24ore.it)

⁸¹ La finalità di contenere il rischio di rialzo dei tassi di interesse è da intendere anche alla possibilità di contenere il rischio di ribasso dei tassi. Infatti il rischio di tasso sussiste sia per le strutture a tasso variabile (incremento dei costi a seguito di un rialzo dei tassi di mercato) sia per le strutture a tasso fisso (perdita di beneficio in caso di riduzione dei tassi di mercato). La volontà del legislatore di consentire agli enti di contenere alternativamente l'uno o l'altro rischio, aumentando contemporaneamente l'altro, deriva, da una parte, dalla libertà concessa agli enti stessi di scegliere di indebitarsi in entrambe le tipologie e, dall'altra, dalla facoltà di trasformare una posizione originariamente a tasso fisso in una a tasso variabile e viceversa, tramite operazioni di Interest Rate Swap (*lettera a*).

⁸² Relativamente alle strutture che prevedono delle soglie, la circolare richiede inoltre il rispetto nell'ulteriore requisito della coerenza.

In relazione alle fattispecie di operazioni di cui alla lettera f), la Circolare fissa i seguenti criteri, alcuni dei quali appaiono applicabili anche ad altre tipologie di operazioni:

1. le operazioni non devono prevedere una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività.

Questo criterio deriva dal generale principio di copertura e risulta pertanto d'applicazione anche alle operazioni derivate di cui alle lettere da a) ad e). Esso assume comunque particolare rilievo nella tipologia di derivato delineata al punto f), quando questa venga applicata ad un portafoglio di finanziamenti con diverse scadenze. Comportando infatti anche lo scambio di quote capitali, la durata della struttura deve tenere conto della scadenza di ciascuna delle passività componenti il portafoglio, al fine di evitare l'allungamento dell'ammortamento per la singola passività oltre la sua scadenza naturale. Da un punto di vista operativo, in presenza di un portafoglio, si dovrà idealmente sviluppare un derivato per ciascuna passività nel rispetto del vincolo della singola scadenza, per aggregare poi ciascun derivato in un'unica struttura complessiva. Questa verifica non è invece necessaria per le altre tipologie di strumenti finanziari derivati, atteso che queste riguardano solamente le quote interessi;

2. i flussi ricevuti dagli enti (receiver leg) devono essere uguali a quelli pagati nella sottostante passività.

Il criterio mira a garantire che il derivato sia effettivamente in grado di coprire/immunizzare il tasso pagato dall'ente nella passività. Esso è da intendersi nel senso che i flussi ricevuti dall'ente nel derivato devono essere determinati con le stesse modalità (importo nozionale, tipologia di tasso, durata dei periodi di interesse, eventuale parametro variabile e data di rilevazione dello stesso) degli interessi pagati dall'ente nella passività sottostante.

In taluni casi è tuttavia possibile fissare nella *receiver leg* del derivato *livelli* di tasso diversi da quelli del sottostante⁸³. Ad esempio, in caso di passività a tasso

⁸³ Nel caso ad esempio in cui il tasso del sottostante sia pari all'Euribor 6 mesi maggiorato di 0,25%,

variabile, è possibile escludere dagli interessi ricevuti nella gamba dello swap lo *spread* pagato sulla sottostante passività, per rendere più semplice l'operazione per l'ente. Nel caso di passività sottostante a tasso fisso, risulta invece opportuno, per ragioni di trasparenza e nello spirito della normativa, che il tasso fisso ricevuto dall'ente sia il più possibile aderente alle condizioni delle sottostanti passività. Appare inopportuno infatti ridurre il tasso fisso delle *receiver leg* ottenendo così uno *spread* ridotto (o nullo) sul parametro variabile della *payer leg*, in quanto tale modalità operativa per quanto finanziariamente equivalente, può ingenerare confusione sul tasso effettivamente pagato sulla passività, soprattutto in ipotesi di tasso trasformato non costante in cui verrebbe a perdersi quasi completamente il contatto con le condizioni del sottostante⁸⁴.

Nel caso in cui l'ente intenda coprire con uno stesso derivato un portafoglio di passività, occorre che il portafoglio stesso sia omogeneo quanto a tipologia di tasso, durata dei periodi di interesse, eventuale parametro variabile e data di rilevazione dello stesso. Resta inteso che lo *spread* (nel caso di tasso variabile) o il tasso fisso percepiti dall'ente sulla *receiver leg* potranno essere espressi con un unico valore corrispondente alla media rispettivamente degli *spread* e dei tassi fissi delle passività costituenti il portafoglio. Anche questo criterio risulta d'applicazione alle altre operazioni derivate di cui alle lettere da a) ad e);

3. *le operazioni individuate dalle lettere e) ed f) devono essere riconducibili a combinazioni delle operazioni di cui alle lettere da a) a d);*

4. *Le operazioni di cui alla lettera f) non devono, altresì, implicare, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento (payer leg), "ad eccezione di un eventuale sconto o*

l'ente può decidere di ottenere nella *receiver leg* del derivato il solo tasso Euribor, senza lo *spread* dello 0,25%. In questo caso, infatti, per garantire l'equilibrio delle due *leg* della struttura, anche il tasso della *payer leg* dovrà essere inferiore di 0,25% rispetto a quello che l'ente pagherebbe qualora ricevesse nella *receiver leg* anche lo *spread*. L'alternativa tra il ricevere ed il non ricevere lo *spread* sarebbe pertanto neutra per l'ente in quanto la differenza o *netting* tra la *payer leg* e la *receiver leg* sarebbe comunque la stessa in entrambi i casi.

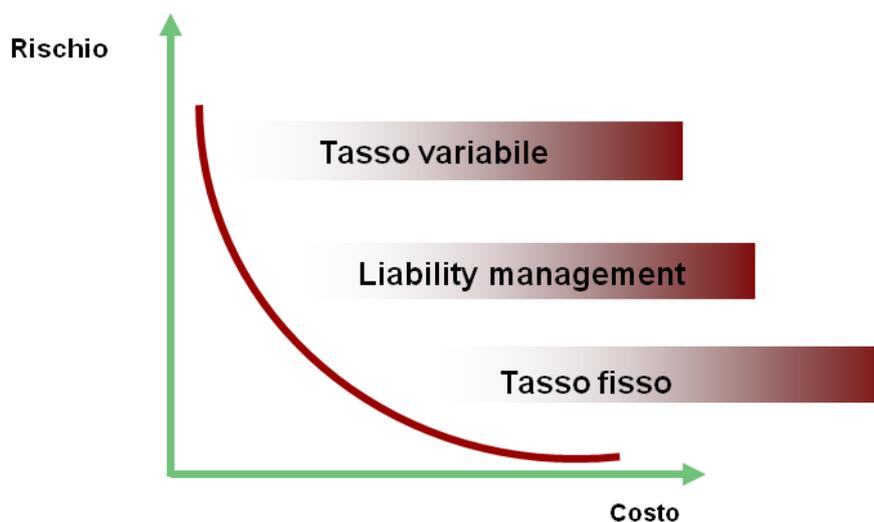
⁸⁴ Nel caso ad esempio in cui si abbia una passività al tasso fisso del 6.00% ed il tasso fisso di mercato del momento contro Euribor sia il 4.30%, l'ente per ottenere il 6.00% nella *receiver leg* dovrebbe pagare nella *payer leg* l'Euribor maggiorato di uno *spread* del 1.70%. Se la *payer leg* fosse invece fissata al solo Euribor (*flat*), per costruzione, la *receiver leg* sarebbe pari al 4.30% e quindi molto più bassa rispetto al costo effettivo del sottostante.

premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore all'1% del nozionale della sottostante passività”.

Questo requisito è finalizzato a fissare un limite alla possibilità di ridistribuire, posponendole, le quote di capitale della passività. Ai fini della verifica del valore attuale, in caso la *payer leg* sia a tasso variabile, i flussi sono valorizzati sulla base dei tassi forward rilevabili al momento della conclusione del derivato. Infine, il requisito del profilo non crescente è da intendere nel senso che il valore attuale di ciascun flusso di pagamento (comprensivo di quote di capitale e di interesse) deve essere non superiore al valore attuale del flusso che lo precede.

▪ 4.2 I diversi obiettivi di copertura nell'utilizzo dei derivati

“L'efficienza della gestione del debito si misura in base alla combinazione di due parametri fondamentali: il costo complessivo e l'esposizione ai rischi di mercato (...). La caratteristica della flessibilità può rendere gli strumenti derivati estremamente utili nel perseguire l'obiettivo dell'efficienza (...).”⁸⁵



(Fonte: BNL BNP Paribas)

⁸⁵ VI Commissione Senato – *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle PPAA* (Audizione del Sottosegretario al MEF On. Giuseppe Vegas del 25/2/2009).

Il grafico di cui sopra mostra come ad un costo basso sia associato un rischio elevato di variabilità degli oneri finanziari futuri a carico del cliente (legato ad un *tasso variabile*) e come ad un costo elevato è associato un rischio nullo (legato ad un *tasso fisso*). Gli strumenti derivati sono il mezzo con cui le Amministrazioni pubbliche riescono a posizionarsi lungo i punti intermedi della curva.

Sempre con riferimento alle parole dell'On.Vegas nell'*Indagine* condotta nel 2009, *“la prima scelta fondamentale che il gestore del debito si trova a compiere è quella tra indebitamento a tasso fisso o a tasso variabile. Nel caso scelga il tasso fisso, il debitore privilegia il fattore rischio, dando certezza ai flussi futuri (...). Nel caso in cui invece scelga di privilegiare il contenimento dei costi del proprio debito, opterà per il tasso variabile che, pur esponendolo alla volatilità delle variabili di mercato, in condizioni normali gli consente un risparmio”*.

In particolare gli enti, nel definire le condizioni delle operazioni in derivati, devono ricercare il bilanciamento tra le due variabili fondamentali della gestione del debito: il costo complessivo sopportato sulle passività e il grado di variabilità (rischio) del costo stesso al variare delle condizioni di mercato.

Di seguito verranno descritti gli obiettivi perseguiti nell'utilizzo degli strumenti di finanza derivata per la ristrutturazione del debito.

Le tipologie di utilizzo dei derivati possono essere definite:

1. A valere su debiti *a tasso fisso*;
2. A valere su debiti *a tasso variabile*;
3. A valere su debiti *con rimborso bullet*⁸⁶.

1) Derivati a valere su debito a tasso fisso.

Il passaggio da tasso fisso a tasso variabile consente di ridurre il costo del debito: in condizioni normali di mercato⁸⁷, vi è la possibilità di sfruttare un

⁸⁶ Si rimanda al paragrafo successivo (4.3) la descrizione dettagliata di questa tipologia.

⁸⁷ In condizioni normali di mercato la curva dei tassi è inclinata positivamente, e i tassi sulle scadenze a

indebitamento indicizzato alla parte a breve termine della curva dei tassi, generalmente più bassa della parte a lunga scadenza. Il medesimo risultato sarebbe ottenibile rinegoziando le condizioni del mutuo, ma senza dover sostenere i costi della rinegoziazione, che in alcuni casi possono essere del tutto impraticabili. Nel caso in cui al semplice IRS venissero associati un CAP o un CAP e un FLOOR (IRS con struttura COLLAR), si raggiungerebbe anche l'obiettivo della determinazione di un costo massimo dell'indebitamento, di regola non presente nei mutui a tasso variabile.



Flussi di un IRS applicato su un debito a tasso fisso (Fonte: BNL BNP Paribas)

Poiché l'obiettivo è la riduzione del costo del debito, può avere senso valutare l'efficacia delle operazioni in base ai flussi prodotti dal derivato. In realtà, essendo prodotti associati al debito, l'effetto andrebbe valutato considerando la posizione congiunta debito e derivato, ma trattandosi di debito a tasso fisso può essere sufficiente considerare il solo impatto del derivato in termini di flussi.

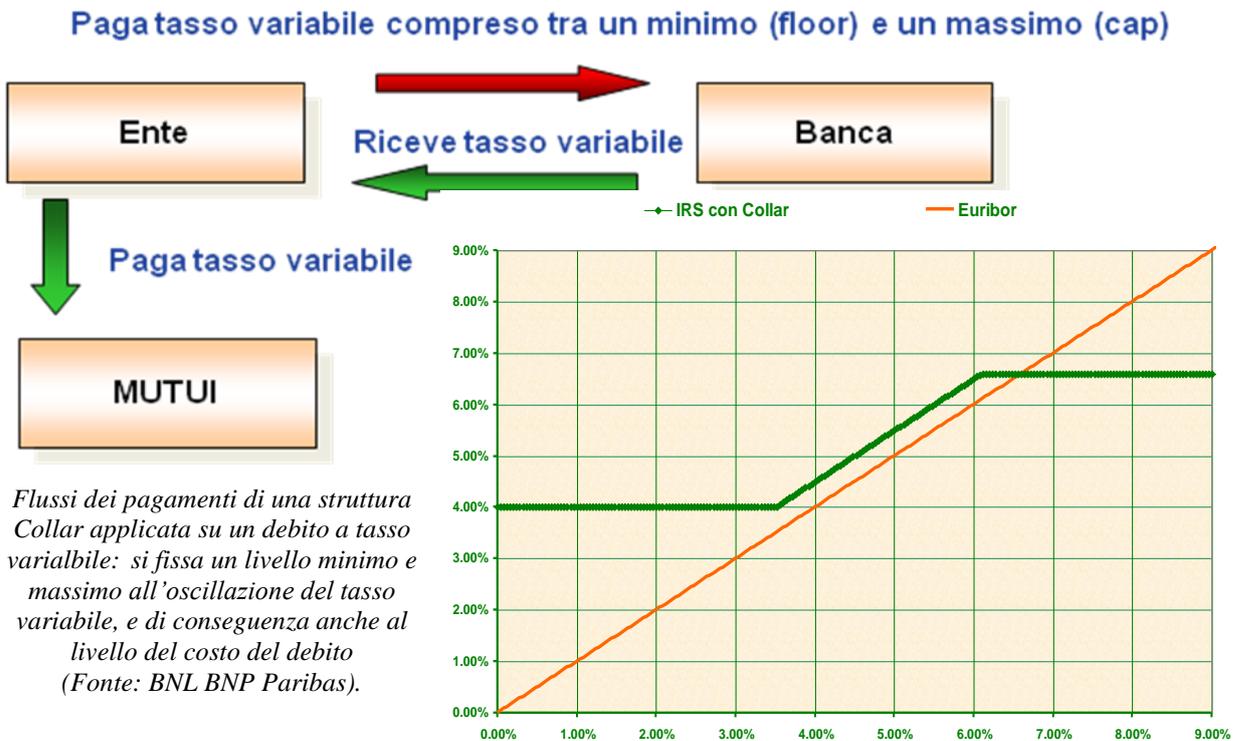
2) Derivati a valere su debito a tasso variabile.

Attraverso il passaggio da tasso variabile a tasso fisso si ha l'*eliminazione* del rischio di tasso: il costo del debito risulta sinteticamente determinato, e indipendente dalle future dinamiche di mercato. In alternativa ad un IRS, gli acquisti di un CAP o di un COLLAR consentirebbero di *attenuare* il rischio di tasso fissando un tetto massimo al costo del debito, o contenendo le possibili oscillazioni all'interno di un corridoio predefinito. I flussi sono descritti nelle figure seguenti.

lunga sono piu' alti di quelli a breve



Flussi dei pagamenti di un IRS applicato su un debito a tasso variabile: qualunque sia il livello del tasso variabile, il costo finale del debito per l'Ente diventa il tasso fisso che viene pagato sullo swap (Fonte: BNL BNP Paribas)



Flussi dei pagamenti di una struttura Collar applicata su un debito a tasso variabile: si fissa un livello minimo e massimo all'oscillazione del tasso variabile, e di conseguenza anche al livello del costo del debito (Fonte: BNL BNP Paribas).

Per verificare se la finalità sia stata effettivamente raggiunta, occorre valutare quale sia stato l'impatto complessivo sui bilanci degli Enti pubblici, dato dalla somma tra il costo del debito e il derivato: a differenza del debito a tasso fisso, in questo caso il costo del debito va necessariamente tenuto in considerazione, essendo proprio la limitazione o eliminazione della variabilità l'obiettivo degli interventi.

Esempio pratico:

a) IRS a valere su debito a tasso variabile:

L'obiettivo dell'Ente è quello di stabilire, per il debito a tasso variabile, un **costo fisso del 5%**; tale risultato può essere raggiunto in due differenti situazioni di mercato:

- Euribor 2% (1)
- Euribor 6% (2)

Nella situazione (1) il costo del debito sarebbe pari al 2.00% a cui si aggiunge un esborso sullo swap pari al 3.00%. In base alle considerazioni prima esposte l'Ente avrebbe addebitato un costo complessivo pari al 5.00%. Nella situazione (2) a fronte di un costo del debito elevato, pari al 6.00%, si avrebbe un introito sullo swap pari all'1.00%, tale per cui l'Ente subirà un costo totale del 5.00%.

Confrontando le due situazioni appena descritte, si nota che, sebbene il derivato produce nella prima situazione di mercato un esborso mentre nella seconda un introito, la struttura di costo complessiva del dell'Ente rimane invariata, pari ad un livello che lo stesso aveva ritenuto accettabile in luogo alla stipulazione del contratto. Un giudizio relativo alla sola componente derivato sarebbe fuorviante.

b) Il "paradosso" del Collar:

Un Ente ha un debito a tasso variabile parametrato all'Euribor 6 mesi, per il quale ha deciso di acquistare una struttura Collar allo scopo di contenere la variabilità del tasso all'interno di un intervallo così stabilito:

- Floor 2%
- Cap 5%

Si supponga che ad una data di scadenza del pagamento di una rata del rimborso l'Euribor 6 mesi (abbr. Eur6m) sia pari a 1.25%, il costo complessivo sostenuto dall'Ente sarà pari al 2.00%, ossia la somma di 1.25% (tasso di interesse sul mercato) e

0.75%, dovuti come esborso sul Collar (l'Ente si impegna infatti a pagare il differenziale tra la barriera Floor del 2.00% e il tasso corrente di mercato, qualora sia al di sotto di tale soglia).

Nel caso in cui Eur6m sia, a scadenza del periodo di pagamento, pari a 3.15%: il tasso si trova all'interno del corridoio creato dalla struttura Collar per cui l'Ente avrà un costo complessivo pari al tasso corrente nel mercato (3.15%), senza esborsi/introiti prodotti dal derivato.

Si supponga, invece, che il *fixing* alla scadenza dell'Eur6m sia 5.85%: il tasso attuale supererebbe la soglia Cap del 5.00% per cui il derivato garantirebbe all'Ente un introito pari a 0.85% (ossia la differenza tra il tasso corrente e la soglia di copertura comprata dall'Ente), per cui il costo complessivo della quota interesse sarà pari al 5.00% (che rappresenta il costo massimo del debito).

Pertanto, il “paradosso” del Collar garantisce la migliore posizione finanziaria all'Ente quando lo stesso ha esborsi sul derivato, e, inversamente, la peggiore è quando ha introiti.

▪ 4.3 Derivati a valere su debiti con rimborso bullet

In base a quanto riportato da un'indagine conoscitiva condotta dalla Corte dei Conti nel 2009⁸⁸, negli ultimi anni un'operazione molto diffusa nell'operatività della pubblica amministrazione di più grandi dimensioni (Regioni, alcune Province e Comuni capoluogo) è risultata essere quella relativa ai cd. Amortizing swap (Swap di ammortamento), ossia legati ad una passività sottostante, al fine di ristrutturare l'indebitamento o per contrarre nuovo debito.

La stessa disciplina⁸⁹ afferma che gli enti “*possono emettere titoli obbligazionari con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al*

⁸⁸ Corte Dei Conti Sezioni Riunite In Sede Di Controllo - *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, Senato della Repubblica 6^a Commissione - Finanze e tesoro (18 febbraio 2009).

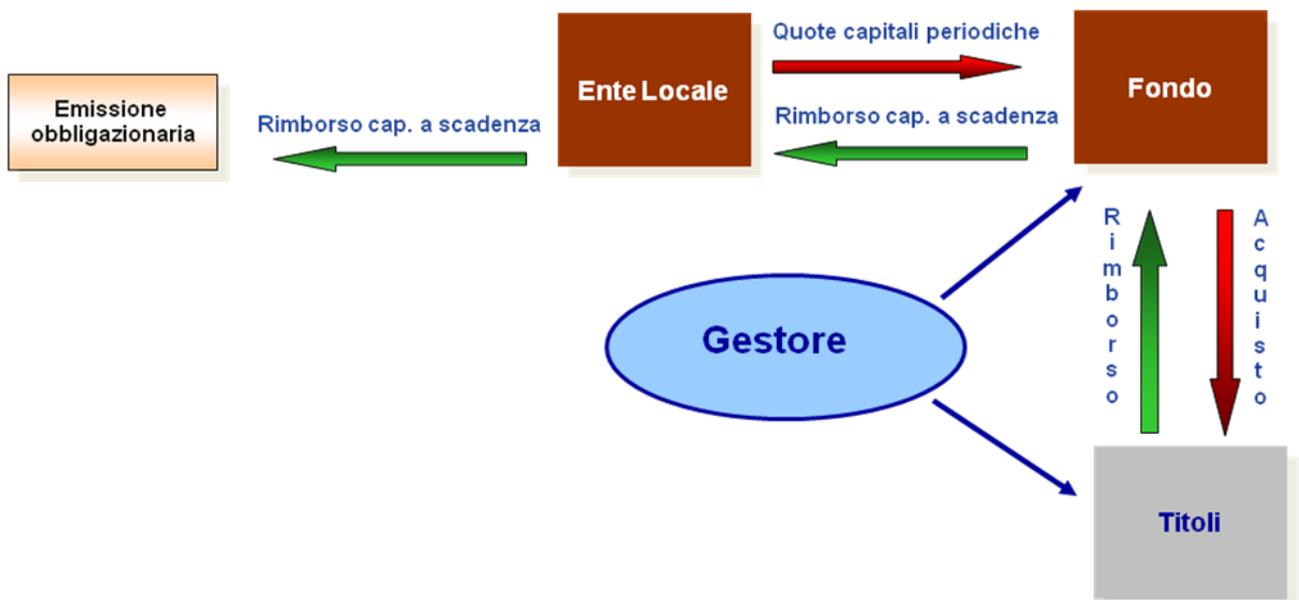
⁸⁹ Cfr. art. 41, comma 2, legge 28 dicembre 2001.

momento dell'emissione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito”.

L'amortizing swap risponde all'esigenza di tutelare l'ente affinché l'onere della restituzione del prestito non gravi interamente sul bilancio dell'anno di scadenza del prestito, come previsto appunto dall'emissione obbligazionaria in forma bullet.

In particolare il D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, attuativo dell'art. 41 della legge n. 488 del 2001 (finanziaria per il 2002), prevede che i contratti relativi alla gestione di un fondo per l'ammortamento del capitale da rimborsare (c.d. *sinking fund*) o, alternativamente, per la conclusione di uno *swap* per l'ammortamento del debito (c.d. *amortizing swap*), possano essere conclusi solamente con intermediari contraddistinti da un adeguato merito creditizio, così come certificato da note agenzie di *rating* riconosciute a livello internazionale.

Il fondo di ammortamento (*sinking fund*) viene alimentato da apporti periodici di attività finanziarie da parte dell'ente. La proprietà di tali attività rimane dell'ente, che ne sopporta i rischi di mercato e di insolvenza derivanti dall'investimento degli stessi fondi e ne riceve i frutti in termini di interessi.⁹⁰

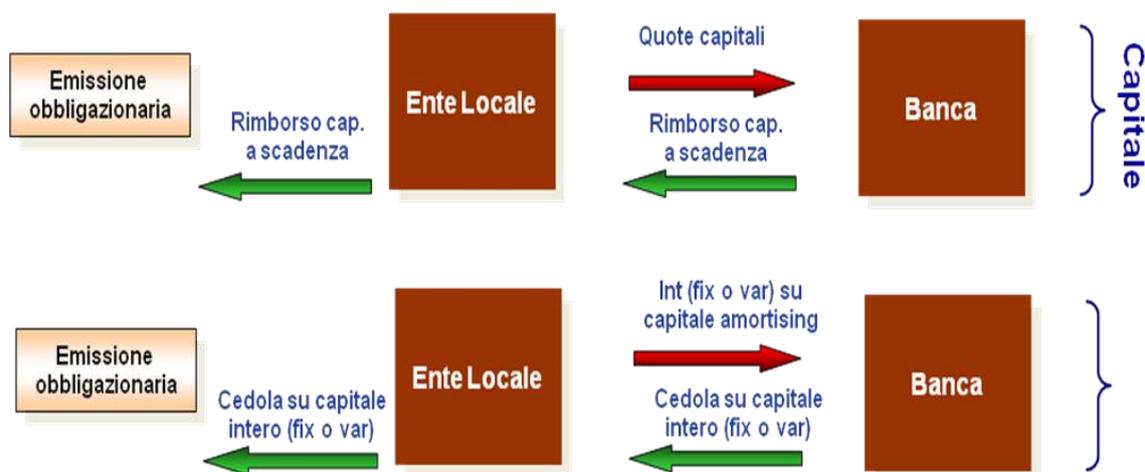


Struttura di un sinking fund: la resa del Fondo viene ad essere stimata dal Gestore e riconosciuta all'Ente all'interno delle condizioni dello swap di interessi (Fonte: BNL BNP Paribas).

⁹⁰ DM 389, art.2 comma 2: “Le somme accantonate nel fondo di ammortamento potranno essere investite esclusivamente in titoli obbligazionari di enti e amministrazioni pubbliche nonché di società a partecipazione pubblica di Stati appartenenti all’Unione Europea”.

Nella pratica, le Amministrazioni locali hanno preferito ricorrere a swap piuttosto che a fondi di ammortamento. Tale preferenza riflette, tra l'altro, la relativa semplicità e rapidità di esecuzione dello swap di ammortamento, attraverso il quale l'ente territoriale si impegna a effettuare pagamenti periodici all'intermediario comprensivi di capitale e interessi; l'intermediario, dal canto suo, si impegna a pagare un flusso di interessi calcolati sul valore nozionale originario e una somma finale che l'ente utilizza per il rimborso dell'obbligazione alla scadenza.

In questa operazione, pertanto, il rischio è rappresentato dalla controparte dello swap, che a scadenza dovrà restituire all'Ente l'intero capitale da esso gradualmente versato nel corso degli anni⁹¹.



Flusso di pagamenti relativo ad uno Swap di ammortamento (Fonte: BNL BNP Paribas)

Nonostante le cautele poste dal legislatore, negli ultimi anni, questo ambito è stato soggetto a numerose riflessioni sulla bontà dell'operazioni contratte dagli Enti, che ha subito l'impatto di due eventi:

1. La perdita di valore dei titoli pubblici inseriti nei sinking funds.
2. Il fallimento di Lehman Brothers (15 settembre 2008).

⁹¹ Per tale ragione ai sensi del citato DM 389, art.2, è richiesto un'adeguata meritevolezza da parte dell'intermediario, controparte dello swap.

Mentre il primo evento ha avuto un riflesso negativo solamente sulle valutazioni delle posizioni in essere (*Mark To Market*), la bancarotta del colosso americano può aver causato delle perdite a chi vi avesse contratto degli swap per l'ammortamento del debito.

▪ 4.4 Operazioni con premio o sconto

Il premio o sconto di liquidità (cd. "*up-front*") che l'ente può incassare o pagare eccezionalmente, pari a massimo 1% del nozionale, riguarda esclusivamente le operazioni di cui alla lettera f). Tale importo deve essere regolato (incassato o pagato) contestualmente alla data di inizio (di norma in prossimità della *trade date*) dell'operazione derivata.

▪ 4.5 Altri principi e limiti fissati dalla normativa

Finalità di copertura. Tutte le operazioni in strumenti derivati sopra descritte sono consentite solamente in corrispondenza di passività effettivamente dovute dall'ente. Occorre quindi che le caratteristiche della *receiver leg* del derivato siano conformi per importo nozionale, tipologia di tasso, durata dei periodi di interesse, eventuale parametro variabile e data di rilevazione dello stesso a quelle di passività identificate. L'importo nozionale o la durata dello swap possono essere inferiori rispettivamente al debito ed alla durata residua della passività tempo per tempo in essere (in questo caso configurando un'ipotesi di copertura parziale), ma in nessun caso superiori agli stessi.

Parametri di indicizzazione. La normativa fissa alcuni limiti all'utilizzo dei parametri di indicizzazione. In particolare, le operazioni derivate possono essere indicizzate solamente ai parametri del mercato monetario, vale a dire a tassi di interesse a breve termine⁹².

⁹² Per tassi di interesse a breve termine sono da intendersi i tassi fissi applicabili a transazioni finanziarie

Inoltre, i parametri di indicizzazione utilizzabili sono quelli relativi alle divise dei paesi appartenenti al Gruppo dei Sette più industrializzati (attualmente, euro, dollaro americano, dollaro canadese, yen giapponese e sterlina inglese). I parametri delle divise diverse dall'euro sono utilizzabili anche per operazioni a copertura di passività denominate in euro. Peraltro, benché la normativa non ponga specifici limiti all'utilizzo di queste forme di indicizzazione diverse dall'euro, nello spirito prudenziale del decreto appare opportuno che il loro utilizzo sia contenuto entro percentuali limitate dell'indebitamento dell'ente e finalizzato alla diversificazione del rischio parametro.

Come appena visto, la norma fa riferimento a parametri del mercato monetario, includendo solamente i tassi di interesse. In relazione all'evoluzione del mercato dei capitali, tra i parametri potrebbe farsi rientrare anche il tasso di inflazione. Tale indice, infatti, ha trovato una certa diffusione nelle emissioni obbligazionarie ed in particolare di titoli di Stato. Si sono anche registrati casi di mutui parametrati all'inflazione.

Da un punto di vista sostanziale, il tasso di inflazione ha la caratteristica di essere poco soggetto a fluttuazioni dovute a crisi finanziarie, in occasione delle quali la componente "reale" dei tassi a breve termine risulta incrementata -in misura anche significativa- del premio di rischio del paese o dell'area di emissione della moneta (per quello che qui interessa, l'area euro)⁹³. In pratica, con un'indicizzazione all'inflazione, l'ente locale avrebbe la possibilità di agganciare il costo dell'indebitamento ad un parametro variabile, limitando però i rischi di rialzo legati a crisi monetarie.

Strutture ammesse sulla gamba a favore dell'ente (*receiver leg*). Le limitazioni all'utilizzo delle strutture di tasso che precede risultano di applicazione ai soli flussi pagati dall'ente nello swap (*payer leg*) e non anche ai flussi ricevuti (*receiver leg*). Infatti, grazie allo scambio dei flussi, la *payer leg* viene a costituire il nuovo tasso a carico dell'ente, in relazione al quale il legislatore pone tutele, con la finalità di limitare l'esposizione ai rischi di aumento degli oneri di indebitamento. Le stesse tutele

di durata non superiore ai 18 mesi.

⁹³ Ad esempio, in Italia ed in altri paesi europei, in occasione delle crisi monetarie del 1992 e del 1995, i tassi di interesse a breve termine sono cresciuti in misura elevata, pur in presenza di tassi di inflazione sostanzialmente stabili.

non appaiono invece pertinenti nel caso della *receiver leg*, proprio perché questa gamba, in virtù del principio stesso di copertura, è l'elemento che compensa in ogni momento il tasso pagato sulla passività sottostante⁹⁴.

Coerenza delle strutture. La Circolare Ministeriale, all'articolo 3, precisa che *“il livello del tasso a carico dell'ente allo scattare delle soglie deve essere coerente sia con i tassi vigenti sul mercato sia con il costo della passività antecedente alla conclusione dell'operazione derivata”*. Tale disposizione appare finalizzata al principio del contenimento dei rischi finanziari per gli enti, principio ribadito nella legge finanziaria 2007, ai sensi del quale *“le operazioni di gestione del debito tramite utilizzo di strumenti derivati (...) devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato”*. Gli enti, pertanto, nel definire le condizioni delle operazioni in derivati, devono ricercare il bilanciamento tra le due variabili fondamentali della gestione del debito: il costo complessivo sopportato sulle passività e il grado di variabilità (rischio) del costo stesso al variare delle condizioni di mercato.

Benché siano chiare le finalità del citato principio della *coerenza*, la Circolare non fornisce indicazioni di dettaglio su come lo stesso debba essere applicato. Nel testo si fa riferimento alle sole operazioni con soglia, quindi a quelle con presenza di opzioni di tipo cap e/o collar. Alle operazioni prive di opzioni, questo principio non sembrerebbe pertanto applicabile.

Per individuare il perimetro delle operazioni senz'altro coerenti, si parte però dalla logica in base alla quale, se il legislatore ritiene ammissibili determinate strutture di tasso, siano coerenti anche le altre strutture che producono, nelle stesse condizioni di mercato, costi di indebitamento per l'ente inferiori o uguali a quelli delle strutture ammesse.

In questa logica, si osserva che sono ammesse le seguenti strutture di tasso:

1. *Tasso della passività sottostante.* Si tratta, infatti, del tasso che l'ente sta pagando in assenza di un derivato di copertura e risulta evidente che

⁹⁴ Ad esempio, la diminuzione da un semestre all'altro dal 6% al 4% dei valori di tasso ricevuti nello swap sarà sempre compensata da una corrispondente diminuzione dei tassi pagati sul sottostante, comportando un risultato netto neutro per l'ente.

siano accettabili i tassi della *payer leg* se questi, in ogni periodo (ad es., semestre), si collocano al di sotto di questo tasso.

2. *Tassi di trasformazione*. Si tratta dei tassi fissi e/o variabili che risultano dalla trasformazione, tramite operazioni di Interest Rate Swap, del tasso della passività sottostante.

Da quanto appena esposto deriva che possano essere considerati coerenti i tassi che, per tutta la durata del derivato, allo scattare delle soglie, si collochino su livelli pari o inferiori al *Tasso della passività sottostante*, oppure al *Tasso di trasformazione*, corrispondente al tasso (fornito ovviamente dalla banca) che l'ente pagherebbe in quel medesimo periodo in caso, al momento della contrazione del derivato, optasse per la stipula di un IRS fisso/variabile.

Nel caso di operazioni derivate Collar in euro, la verifica di coerenza sopra esposta si traduce nella verifica che,

- il tasso fisso minimo (floor comprensivo dell'eventuale spread ad esso applicabile) del collar sia non superiore al tasso fisso della passività sottostante o di trasformazione, secondo il caso;
- lo spread sul tasso variabile all'interno del collar sia non superiore allo spread del tasso variabile di confronto (di trasformazione o della passività sottostante, secondo il caso);
- il tasso fisso massimo del collar (cap comprensivo dello spread ad esso applicabile) sia non superiore al tasso variabile di trasformazione o della passività sottostante, secondo il caso. In altre parole, lo spread aggiunto al cap deve essere non superiore allo spread del tasso variabile di confronto.

Un esempio, riferito ad una passività a tasso fisso, può chiarire il concetto:

Tasso della passività sottostante: **4,86%** (act/360)

Tasso di trasformazione: Euribor 6 mesi + **0,50%** (act/360)

Ipotesi di derivato n. 1 (Collar classico)*Tassi pagati dall'Ente :*

Fisso 3,95% (act/360)	se Euribor 6M < 3,45%
Variabile Euribor 6M + 0,50% (act/360)	se 3.45% < Euribor 6M < 5.86%
Fisso 6,36% (act/360)	se Euribor 6M > 5.86%

Questa ipotesi risulta coerente, in quanto, per qualsiasi livello dell'Euribor 6M, l'ente paga un tasso non superiore i) al Tasso pagato sulla passività sottostante (4,86%) oppure ii) al Tasso di trasformazione (Euribor 6M +0,50%) risultante da un IRS lettera a). Applicando la metodologia vista sopra per i collar, è facilmente verificabile che :

a) il tasso fisso minimo (3,95%) che scatta al di sotto della soglia del 3,45% è inferiore al tasso fisso (4,86%) della sottostante passività;

b) il tasso variabile (Euribor + 0,50%) applicato tra le 2 soglie (3,45% e 5,86%) è uguale (non superiore) al tasso di trasformazione Euribor 6m + 0,50%;

c) il tasso fisso massimo (6,36%) che scatta al di sopra della soglia del 5,86% è inferiore al tasso di trasformazione (cioè all'Euribor 6m + 0,50% per valori dell'Euribor 6M oltre il 5,86%) ;

Ipotesi di derivato n. 2 (Collar con digitale)*Tassi pagati dall'Ente :*

Fisso 4,58% (act/360)	se Euribor 6M < 5,00%
Variabile Euribor 6M + 0,50% (act/360)	se 5,00% < Euribor 6M < 5,86%
Fisso 6,36% (act/360)	se Euribor 6M > 5,86%

Anche questa ipotesi, che differisce dalla precedente per la presenza di un'opzione di tipo digitale, risulta evidentemente coerente, infatti :

a) il tasso minimo (4,58%) che scatta al di sotto della soglia del 5,00% è inferiore al tasso fisso (4,86%) della sottostante passività;

b) il tasso variabile (Euribor 6M + 0,50%) applicato tra le 2 soglie (5,00% e 5,86%) è uguale (non superiore) al tasso di trasformazione Euribor 6M + 0,50%;

c) il tasso fisso (6,36%) che scatta al di sopra della soglia del 5,86% è inferiore al tasso di trasformazione (cioè all'Euribor 6M +0,50% per valori dell'Euribor 6M oltre il 5,86%);

La sopraesposta metodologia deve all'occorrenza essere adattata alla specificità delle singole operazioni, salvaguardando la logica di base ed i principi prudenziali ad essa sottesi. A titolo di esempio:

- al fine di tener conto dell'eventuale costo delle opzioni, il limite massimo costituito dal tasso variabile (della passività sottostante e di trasformazione, secondo il caso) deve essere maggiorato del costo di periodo relativo alla protezione derivante dalla presenza del cap o di collar nei quali il valore del cap acquistato eccede quello del floor venduto;
- nel caso in cui il derivato sia un collar *step-up*, con corridoi che crescono nel tempo, la coerenza va valutata in ogni singola fase, non essendo invece necessaria la valutazione di coerenza tra le varie fasi. Per la valutazione di coerenza di ciascuna fase, il tasso di trasformazione da prendere in considerazione per la definizione dei limiti deve necessariamente essere un tasso fisso *step-up con medesimo valore finanziario del tasso fisso costante*;
- nel caso di ristrutturazione di un derivato già esistente diventa necessario tener conto del suo valore (*mark-to-market*), pertanto i tassi fissi e variabili che delimitano il perimetro della coerenza possono essere determinati in equivalenza finanziaria alla *payer leg* del derivato esistente. In pratica, si procederà a calcolare i livelli di tasso fisso e di spread sul tasso variabile il cui valore finanziario sia pari alla *payer leg* del derivato in essere.

▪ 4.6 La “manutenzione” delle operazioni

E' possibile che, nel corso della vita di un'operazione, si renda necessario intervenire effettuando modifiche alla stessa. Ciò può avvenire per diversi motivi, che possono anche combinarsi tra loro, quali ad esempio:

- la passività sottostante è variata, estinta o convertita in una nuova passività;
- le esigenze o le prospettive dell'ente sono mutate;
- a causa dell'evoluzione del mercato, la struttura in essere non risponde più alle esigenze dell'ente;
- il mercato offre nuove opportunità;
- successivamente alla stipula dell'operazione, l'istituto controparte nello swap ha subito un peggioramento del merito di credito che lo ha portato ad avere un livello di *rating* inferiore a quello consentito dalla normativa per la conclusione delle operazioni tra intermediari finanziari ed enti (*investment grade*, corrispondente a BBB). In questo caso, in alternativa alla chiusura dell'operazione, che potrebbe non rispondere alle esigenze dell'ente, si potrebbe verificare la possibilità di assegnare l'operazione ad un altro intermediario finanziario dotato di *rating* adeguato.

In termini generali, all'ente si aprirebbero quattro strade operative:

- A) la “rimodulazione” (o “rinegoziazione” o “ristrutturazione”) dell'operazione in essere;
- B) la sua cancellazione;
- C) l'effettuazione di una operazione di segno opposto con un'altra controparte (c.d. *mirror swap*);
- D) l'assegnazione della posizione ad un'altra controparte (c.d. *reassignment* o *novation*).

Il Decreto Ministeriale n. 389/2003 non disciplina espressamente queste ipotesi di “manutenzione” delle operazioni derivate, mentre la Circolare esplicativa del 2004⁹⁵

⁹⁵ Il Decreto e la Circolare sono già state introdotte nel Paragrafo 4.1.

si limita ad affermare che *“nel caso si verifichi una variazione della passività sottostante (...) la posizione nello strumento derivato può essere riadattata sulla base di condizioni che non determinino una perdita per l’ente; solo nel caso in cui si ritenga di dover chiudere la posizione nello strumento derivato è ammissibile la conclusione di un derivato uguale e di segno contrario con un’altra controparte”*. Sull’argomento è intervenuta anche la Circolare Ministeriale del 31 gennaio 2007⁹⁶ che ha previsto: *“è possibile concludere operazioni derivate che abbiano come sottostante un’altra operazione derivata solo nel caso in cui l’ente si trovi nella necessità di ristrutturare una posizione in conseguenza della variazione dell’ammontare sottostante”*.

Come detto sopra, risultano di applicazione le seguenti modalità operative:

a) Rimodulazione/rinegoziazione/ristrutturazione di derivati esistenti

In linea generale, le richieste di rimodulazione delle operazioni in strutture comunque ammesse dalla normativa dovrebbero sempre essere prese in considerazione da parte degli intermediari finanziari.

La rimodulazione deve aver luogo nel rispetto dei entrambi i seguenti due presupposti:

- l’adozione delle relative modifiche non comporti specifiche voci di costo (ad esempio, commissioni di rinegoziazione), nell’ottica del principio che il valore di mercato della struttura derivante dalla rimodulazione sia in linea con il valore di mercato dell’operazione preesistente;
- che, a seguito delle modifiche apportate, non si realizzi una situazione di peggioramento certo rispetto alle condizioni precedenti (ad esempio, aumento dello spread sul tasso variabile, a parità di tutte le altre condizioni), a meno che tale peggioramento non derivi dalla variazione dell’importo nozionale del derivato o della sua durata⁹⁷.

⁹⁶ La circolare è esplicativa dell’articolo 1, commi da 736 a 739, della legge finanziaria per il 2007.

⁹⁷ Infatti, la variazione del nozionale può determinare un peggioramento delle condizioni di spread, ad esempio nel caso in cui il derivato copra un portafoglio di mutui a tasso fisso, alcuni dei quali vengono estinti anticipatamente. In questo caso, infatti, se i mutui estinti hanno tassi più bassi della media del portafoglio, ed a parità di ogni altra condizione di mercato, il tasso fisso medio del portafoglio residuo

Si considera che sia peraltro consentito agli enti di procedere a rimodulazioni delle operazioni derivate anche in assenza di una variazione del sottostante, qualora le esigenze o le prospettive dell'ente, in un contesto di sana e prudente gestione, siano ragionevolmente variate o il mercato offra nuove obiettive opportunità.

Il valore di estinzione (mark-to-market) positivo o negativo può essere assorbito nelle condizioni del nuovo strumento derivato, senza quindi dar luogo a pagamenti al momento della ristrutturazione.

E' inoltre da notare che la rimodulazione può essere effettuata tramite una modifica delle condizioni del derivato (c.d. *amendment*) oppure tramite estinzione anticipata e riaccensione dello stesso.

b) Cancellazione anticipata della struttura (*unwinding*)

Le regole del mercato prevedono che l'ente possa richiedere in qualsiasi momento la cancellazione di un'operazione esistente e che la banca, in tal caso, fornisca all'ente l'indicazione del valore di mercato da regolare. Tuttavia, in alcuni casi ciò potrebbe non risultare possibile. Ad esempio, nelle situazioni in cui vi sia una chiusura dei mercati in via eccezionale (come per l'11 settembre 2001), fino al ripristino della regolare operatività o nelle situazioni in cui vi sia una elevata concentrazione di richieste di cancellazione che pervengano simultaneamente alla banca.

c) Cancellazione degli effetti del derivato attraverso la stipula di un'operazione di segno contrario (*Mirror swap*)

Normalmente, la cancellazione è effettuata tramite l'estinzione anticipata del derivato, concordata con la banca controparte. E' però possibile ottenere effetti finanziariamente analoghi a quelli dell'estinzione anticipata tramite una nuova operazione derivata di segno contrario (c.d. *mirror*) con un'altra controparte, che

aumenterebbe e quindi l'ente avrebbe necessità di percepire un tasso fisso nella *receiver leg* più elevato e, quindi, per portare la struttura in equilibrio, anche lo spread sull'euribor pagato dall'ente nel derivato (*payer leg*) aumenterebbe di conseguenza. Un incremento del costo dovuto alla variazione del nozionale può anche verificarsi, nel caso in cui vi sia un mark to market del derivato sfavorevole, e venga ridotto l'importo nozionale di riferimento: l'incidenza percentuale del mark to market peggiorerà, e così le condizioni dell'operazione.

neutralizzi la variabilità dei flussi dello swap che si intendeva cancellare (ammissibile per gli enti locali solo nei casi di variazione o estinzione della passività).

Inoltre, è da considerare che il *mirror swap*, generando un nuovo swap con un'altra controparte, comporta maggiori rischi operativi e di controparte rispetto all'estinzione anticipata o al reassignment ad un'altra banca (si veda il sottopunto c). Il suo utilizzo risulta pertanto giustificato nei seguenti casi:

- convenienza economica da parte dell'ente al ricorso ad una operazione di segno opposto rispetto alla cancellazione (ad es.: l'ente deve pagare un mark to market negativo per la cancellazione e la somma richiesta da un'altra controparte per uno swap di segno opposto è minore); oppure
- convenienza economica nel ricorso ad una operazione di segno opposto (per chiudere la posizione nel derivato) associata ad una nuova operazione (che ricalchi le nuove caratteristiche della passività) rispetto al riadattamento delle condizioni dell'operazione esistente (ad es: l'ente ottiene, a parità di tutte le altre condizioni, uno spread sull'euribor minore rispetto a quello quotato dalla controparte con cui ha in piedi l'operazione); oppure
- situazione di impossibilità alla cancellazione.

Resta inteso che nel caso di cancellazione tramite *mirror swap*, le due banche che detengono le posizioni speculari con l'ente dovrebbero rendersi disponibili a far uscire l'ente dalle due transazioni tramite operazioni di reassignment.

Per tener conto del *mark-to-market* dell'operazione derivata che si intende chiudere o ristrutturare, il *mirror swap* può essere effettuato prevedendo due soluzioni, quali:

- *mirror swap* con flussi identici e contrari a quelli del derivato preesistente e scambio di un importo a compensazione dell'eventuale *mark-to-market*. In questo caso, entrambe le gambe del *mirror swap* sono esattamente uguali e contrarie a quelle dello swap preesistente e le controparti si scambiano un importo a compensazione del diverso valore di mercato delle due gambe dello stesso *mirror*. Trattandosi di valore di cancellazione, tale importo compensativo non costituisce *up-front* ai sensi della lettera f) del decreto. Questa modalità è applicabile sia in caso di mera chiusura del derivato che di sua ristrutturazione con conclusione di nuovo swap;

- *mirror swap* con flussi identici e contrari a quelli del derivato preesistente, senza scambio del *mark-to-market*, ma con contestuale perfezionamento di un nuovo swap sulla medesima passività le cui condizioni incorporano il *mark-to-market* dell'operazione da estinguere. Questa modalità è applicabile solo nel caso in cui l'ente intenda ristrutturare il derivato con conclusione di nuovo swap e non semplicemente estinguerlo. Nella fattispecie, si ritiene opportuno che gli atti deliberativi dell'ente contemplino la specifica menzione del valore di *mark-to-market* dell'operazione di *mirror* e l'inclusione di tale valore nelle condizioni della nuova operazione.

Qualora gli effetti di uno swap siano stati annullati tramite un *mirror swap*, l'operazione derivata preesistente si considera chiusa⁹⁸. Pertanto è possibile contrarre un nuovo swap a copertura del medesimo sottostante, anche con una controparte diversa da quella che ha effettuato il *mirror*.

D) cessione del derivato ad una terza controparte (reassignment o assignment)

E' possibile procedere ad un "reassignment", cioè alla cessione del contratto dall'ente o dall'intermediario finanziario ad un'altra controparte, previo consenso preventivo della controparte ceduta/assegnata.

⁹⁸ I due derivati (lo swap originario ed il *mirror*) continuano peraltro a valere ai fini della verifica del rispetto del 25%).

5. Considerazioni finali

Questo elaborato è stato frutto di una mia esperienza di tirocinio svolta presso le sedi romane della BNL BNP Paribas, nel quale ho avuto la fortuna di apprendere dalla pratica quotidiana di operatori esperti le dinamiche che ruotano intorno all'operatività dei derivati finanziari. Ne è scaturito l'obiettivo ambizioso di presentare, da un punto di vista totalmente oggettivo, il "funzionamento" di questi contratti, in un contesto storico-economico in cui godono diffusamente di *pessima fama*, a cui seguiranno qui di seguito le mie conclusioni.

In particolare, il punto che terrei a sottolineare è proprio come la notevole distanza tra opinione pubblica ed evidenze empiriche, che manifestano invece una relazione positiva economica tra derivati contratti per finalità di copertura e valore d'impresa, non sia dovuta alla natura intrinseca del prodotto, quanto invece alle modalità con cui le banche li hanno erogati ed alle carenze nella *governance* degli Enti che li hanno utilizzati.

Tale valutazione non poteva quindi prescindere da un'attenta disamina del quadro normativo di contorno e degli aspetti tecnici che caratterizzano gli strumenti derivati. Come si è potuto osservare nel corso della trattazione, la materia in questione si è evoluta in continuazione nell'ultimo ventennio, subendo radicali modifiche: caratterizzato prima da un'ampia autonomia decisionale degli Enti locali, è stata successivamente oggetto di restrizioni, indicazioni ed integrazioni interpretative, spesso lacunose e poco trasparenti, rimesse talvolta a provvedimenti amministrativi.

Il fenomeno dei derivati rispecchia quindi l'evoluzione normativa che dai primi anni '90, è venuta determinando nel comparto mutamenti strutturali, di rilievo costituzionale, sia nell'assetto funzionale ed organizzativo, sia nell'autonomia operativa.

A mio avviso, l'intento di pervenire, in tempi accelerati, ad una completa apertura del mercato e delle innovazioni di ingegneria finanziaria concessa agli Enti territoriali, ne ha pregiudicato i potenziali vantaggi economici di copertura, perchè limitati dall'impreparazione, *al limite della sprovvedutezza*, degli stessi Enti, soprattutto i piccoli e medi comuni.

Dalla cronaca odierna si può facilmente notare che negli ultimi anni sono aumentati notevolmente i contenziosi tra Enti e banche, queste ultime accusate di irregolarità contrattuali, per cui si richiede l'annullamento dei contratti derivati in essere e il conseguente rimborso del presunto danno subito dalle Amministrazioni. Durante il corso della mia esperienza di tirocinio ho potuto constatare come i punti critici più significativi alla base dei contenziosi emersi tra gli istituti creditizi e gli Enti locali siano essenzialmente due: la corresponsione degli *Up-Front* e i cosiddetti *costi occulti* praticati dalle banche.

Riguardo al primo nodo critico, si deve precisare come in un primo periodo di libero accesso al mercato finanziario, la confusa e per certi aspetti contraddittoria regolamentazione, ha indotto un impiego improprio dei derivati da parte degli Enti locali con la complicità di alcuni intermediari (forse cogliendo l'asimmetria informativa e un contesto di scarsa trasparenza) che hanno accompagnato i clienti su prodotti finanziari più rispondenti alle esigenze immediate, ma meno cautelativi dei rischi di tasso, lucrando sui margini di intermediazione fuori dall'ordinaria prassi di mercato.

De facto, se da un lato, nel 2001, il nuovo art. 119 della Costituzione ha previsto l'autonomia finanziaria degli Enti pubblici territoriali, stabilendo l'esclusivo ricorso all'indebitamento per finanziare spese di investimento, dall'altro lato emerse la rigidità del Patto di Stabilità che dettava stringenti vincoli di spesa, dai quali ne conseguì una crisi di liquidità avvertita particolarmente dai Comuni medio-piccoli. Fu proprio la ricerca di liquidità, per sopperire ad immediate esigenze di cassa, a privilegiare operazioni *Swap*, con annessi cospicui *Up-Front*, tradotti nella pratica in un rapido deterioramento delle condizioni di rimborso del debito. Con un rimando al paragrafo "1.3 Definizioni e caratteristiche generali dei derivati", gli *Up-Front* sono delle erogazioni immediate da parte della banca che, in precedente assenza di un limite di legge risultavano frequentemente superiori all'1% del nozionale⁹⁹, bilanciano la posizione *non par* (a sfavore dell'Ente) dello *Swap* nel momento di stipula.

In termini contrattuali, l'Ente beneficiario dell'anticipo sopporta uno spread caricato sul tasso variabile, ossia l'*Up-Front* viene a costituire una forma di

⁹⁹ Solo con il DM 389/03 all'*Up-Front* è stato posto un limite pari all'1% del nozionale di riferimento del contratto *Swap*.

finanziamento il cui rimborso è distribuito nel tempo, tramite la maggiorazione nei singoli pagamenti periodici a carico dell'Ente¹⁰⁰.

In realtà, in un primo tempo, non si è ritenuto che questo costituisse una forma di indebitamento, assimilandolo piuttosto ad una semplice anticipazione dei futuri flussi di risparmio dell'operazione¹⁰¹. Successivamente la Corte dei Conti ha assunto una chiara posizione sulla natura di indebitamento dell'*Up-Front*, ricondotto ad "...una di quelle forme di ricorso al mercato finanziario previste dall'art.199 del T.U. 267/2000 a sostegno degli investimenti", dovendosi escludere la destinazione del relativo importo a copertura di spese correnti. In definitiva, con l'art. 3 della Legge Finanziaria del 2009 conferma quanto appena esposto, ossia che l'*Up-Front* viene ad essere qualificato come forma di indebitamento e sanzionato il suo impiego per la copertura di spese correnti.

Nel tempo, la Corte dei Conti ha avuto modo di accertare come gli Enti locali, sospinti frequentemente più dalle necessità di economie immediate di bilancio che da una consapevole e ponderata valutazione finanziaria, si sono assunti l'apprezzabile rischio di uno scostamento dei futuri tassi, rispetto a quelli desunti dai tassi forward. Aniché rimanere legati ad un tasso fisso sino alla scadenza del debito (che certificasse con esattezza l'ammontare degli importi da pagare alle varie scadenze), gli Enti, scegliendo il tasso variabile, vengono a speculare di fatto, attraverso gli Swap, sui tassi di interesse. Segue che il rischio finanziario non è altro che la variabilità del tasso rispetto al suo valore medio atteso: grandezza quantitativa che è possibile stimare, ma non determinare. Pertanto, le operazioni della specie costituiscono vere e proprie forme di speculazione, nel senso etimologico del termine: compiere operazioni economiche, soggette all'alea, basate sulle aspettative di futuri andamenti favorevoli del mercato¹⁰².

¹⁰⁰ *"l'up-front può essere visto, per chi lo riceve alla stipula del contratto, come un valore attualizzato dei flussi maggiori che si pagheranno in futuro rispetto alla controparte"*(M. Onado, Economia e regolamentazione del sistema finanziario, Il Mulino, 2008 Bologna).

¹⁰¹ Cfr. Corte dei Conti, sentenza 2376/06

¹⁰² La legge circoscrive le forme speculative vietate agli Enti alle fattispecie nelle quali è assente la corrispondenza fra le caratteristiche del derivato - nozionale, flussi, durata - e l'ammontare del debito dell'Ente stesso, o quando si impiegano forme articolate di derivati che accentuano l'assunzione dei rischi di mercato.

Riguardo al secondo punto di conflitto tra Enti e banche, circa la presenza di commissioni implicite insite nei contratti, occorre osservare che la funzione e l'opera dell'intermediario non trova remunerazione in un pagamento immediato e definitivo, separato e distinto dal prezzo, come previsto negli acquisti sul mercato di azioni e/o obbligazioni per conto del cliente. Infatti, nei derivati degli Enti locali, estesi talvolta a uno o più decenni, ai flussi di regolamento è connesso un significativo rischio di credito e, di riflesso, un parallelo assorbimento del patrimonio di vigilanza (secondo i requisiti minimi posti dagli Accordi di Basilea II).

Rileva quindi che l'intermediario non assume, di regola, la semplice funzione di broker con la ricerca della controparte di mercato, ma svolge un'articolata funzione di dealer, ricercando ed acquisendo quanto occorre a comporre l'operazione derivata sullo specifico debito dell'Ente territoriale. Come per i mutui erogati alla clientela, l'intermediario spende sul mercato il proprio nome e il proprio credito, negoziando condizioni che risultano diverse da istituto a istituto, dipendendo dallo standing, dalla professionalità, affidabilità e solidità. Soprattutto per prodotti di scarsa liquidabilità, che si protraggono su scadenze a lungo termine. L'intermediario ricomprende nelle condizioni offerte al cliente, il proprio margine di intermediazione, necessario a remunerare le particolari risorse professionali, informatiche ed organizzative occorrenti in questo tipo di mercato, il rischio di credito insito nell'operazione e il connesso assorbimento del patrimonio di vigilanza.

Se per i mutui – prodotti sufficientemente standardizzati e di agevole comprensione - non si è mai reso necessario esplicitare al cliente il margine di intermediazione percepito dall'intermediario, in quanto l'esclusivo interesse del cliente riguarda le condizioni finanziarie che regolano l'operazione, al contrario per i derivati, caratterizzati da un'alta complessità e dall'assenza di un'ufficiale rilevazione dei prezzi, ha sollevato carenza in fatto di trasparenza e di effettiva congruità delle valutazioni¹⁰³. Si deve sottolineare che in parte taluni intermediari, cogliendo l'opacità delle

¹⁰³ In via del tutto esemplificativa, se si considera il ricarico normalmente posto sui mutui nell'intorno di 1% - 2%, in funzione della durata e dello standing di credito del cliente, per le operazioni derivate, più articolate e compesse un margine di intermediazione nell'intorno dello 0,20% appare congruo e fisiologico per il tipo di attività.

operazioni, hanno potuto ricaricare sul prezzo del derivato margini maggiori a quelli ordinariamente praticati nelle operazioni della specie, anche un'eccessiva frequenza delle rimodulazioni degli Swap ha condotto gli Enti ad impegni oltremodo onerosi, concentratisi negli anni di vita residua del debito.

Tale situazione di incertezza è stata levigata dalle disposizioni MiFID che hanno reso esplicito il margine di intermediazione, per le operazioni derivate, già in fase di prima proposta commerciale al cliente, a cui dovrà essere fornita ad esempio una dettagliata composizione del prezzo, il valore di smobilizzo dell'operazione nell'istante immediatamente successivi a quello di eventuale perfezionamento del contratto, una rendicontazione periodica sul valore di smobilizzo dell'operazione ed un'analisi di scenario circa l'evoluzione della performance del prodotto.

Rimane da porre in evidenza come in numerosi contenziosi gli Enti locali facciano leva sulla propria scarsa conoscenza dei prodotti derivati per giustificare il raggio subito dagli intermediari. La stessa direttiva MiFID, però, classifica i clienti pubblici come "professionali" (nel caso in cui ricorressero le condizioni descritte nel paragrafo 3.1 - *La configurabilità quale operatore qualificato*) tali per cui le banche non sono tenute ad accertare l'effettivo grado di conoscenza finanziaria delle controparti in questione, essendo queste presupposte.

In conclusione, l'ingresso degli Enti territoriali nel mondo della finanza è un fenomeno ancora recente: agli eccessi ed errori emersi in più riprese sono succeduti disarticolati aggiustamenti normativi, privi di ogni sistematicità. Ancora oggi, infatti, il quadro normativo sull'operatività in derivati degli Enti locali è sospeso in attesa dei Regolamenti che la legge ha demandato al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Negli ultimi anni sono state suggerite diverse soluzioni per la valutazione a priori dei contratti derivati¹⁰⁴, come l'approccio «risk-based»¹⁰⁵ promosso dalla Consob

¹⁰⁴ Il Sole24Ore - *Per i derivati uno sblocco meno trasparente.*

¹⁰⁵ Realizzato per mezzo di calcoli probabilistici dei rendimenti attesi del grado di rischio e della durata temporale, al fine di verificarne i reali costi.

o il metodo del «what-if»¹⁰⁶ da parte dell'Abi¹⁰⁷. In entrambi i casi, i modelli non prendono in considerazione possibili rischi sistemici, ma si basano su delle aspettative probabilistiche delle variabili e dei comportamenti della finanza.

La persistente aleatorietà della materia suggerirebbe, in linea teorica, di fare affidamento ai principi consolidati della buona amministrazione della cosa pubblica. Nella realtà operativa, invece, è sempre più manifesta la necessità di rendere i bilanci pubblici trasparenti per consentirne una valutazione accurata ed approfondita, ricomprendendo le operazioni in derivati aperte e il relativo *Mark to Market*, da parte degli organi di vigilanza.

Infine escluderei una negatività intrinseca di tali prodotti finanziari, che, come ricordato nei paragrafi introduttivi dell'elaborato, nascono essenzialmente come mezzi di supporto e protezione contro l'andamento sfavorevole dei prezzi, dei tassi di interesse e dei cambi valutari, di attività principali: un'accorta gestione del *Risk Management* può quindi, non solo alleviare i rischi del mercato ed evitare così perdite, ma creare valore addizionale per l'Ente (alla stregua delle imprese), ossia un maggior risparmio da impiegare nella gestione pubblica.

Auspicherei quindi, per gli anni a venire, una maggior oculatezza da parte dei responsabili pubblici nel trattare la materia in questione (ossia non privandosi a priori di sfruttare i possibili vantaggi dei contratti derivati) e che siano affiancati, in caso di bisogno, da consulenti finanziari indipendenti, per poter dialogare alla pari con gli operatori bancari circa la valutazione dell'effettiva convenienza dell'operazione in copertura, in modo tale da evitare che eventuali perdite ricadano sulle nuove giunte amministrative ma soprattutto che possano danneggiare le generazioni future.

¹⁰⁶ Approccio ampiamente criticato poiché basato su un modello matematico costruito su una serie di innumerevoli equazioni e di variabili, per studiarne gli effetti.

¹⁰⁷ Associazione Bancaria Italiana

ESEMPI DI OPERAZIONI DERIVATE

INTEREST RATE SWAP (I.R.S.)

Questa operazione, prevista dalla lettera a) del decreto, consiste nello scambio tra un tasso fisso ed un tasso variabile, per una durata ed un importo nominale prestabiliti (debito residuo della/e passività cui si riferisce), e quindi ha l'effetto di modificare la tipologia del tasso complessivamente pagato, passando da fisso a variabile o viceversa.

Esempio:

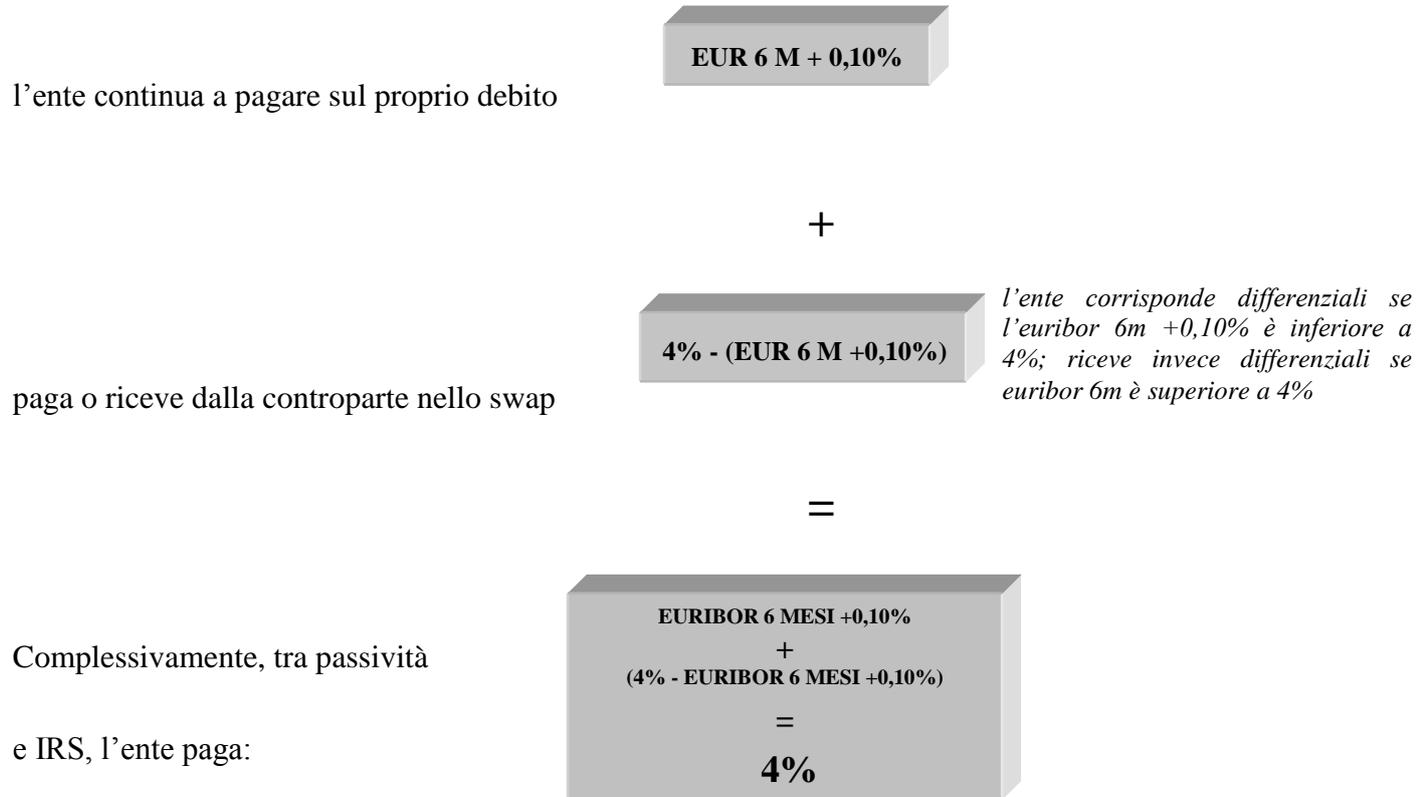
L'ente intende trasformare per un certo periodo (che può anche essere inferiore alla vita residua della passività sottostante) il tasso variabile di una propria passività indicizzata ad euribor 6 mesi + 0.10% in tasso fisso. Supponiamo che il tasso fisso di mercato corrispondente ai flussi variabili della passività venga concordato tra le controparti nello swap nel 4%.

Di conseguenza:

- **l'ente riceve dalla Banca (*Receiver leg*):** un flusso corrispondente agli interessi pagati su una determinata passività, al tasso variabile dell'Euribor 6 mesi, maggiorato di uno spread dello 0,10%
- **e paga alla Banca:** un flusso pari agli interessi calcolati al tasso fisso del 4,00% (*Payer leg*)

In realtà, periodo per periodo, vengono regolati solamente i differenziali (c.d., *netting*), cioè la differenza tra gli interessi a debito e a credito per l'ente nello swap.

Considerando l'operazione nel suo complesso quindi



In definitiva, il costo del debito dell'ente (euribor + 0.10%, è sostituito dalla payer leg dello swap.

IRS STEP-UP

Questa operazione, anch'essa rientrante nella lettera a) del decreto, consiste nell'applicazione di tassi fissi crescenti nel tempo. Ad esempio:

- **l'ente riceve dalla Banca:** un flusso corrispondente agli interessi pagati su una determinata passività, ad esempio al tasso variabile dell'euribor 6 mesi, maggiorato di uno spread dello 0,10%
- **e paga alla Banca:**
 - dal 1° al 3° anno, il 2,50% annuo
 - dal 4° al 7° anno, il 3,10% annuo
 - dal 8° al 10° anno, il 4,00% annuo

CAP

Il cap, previsto dalla lettera c) del decreto, si applica ad operazioni a tasso variabile per fissare un limite all'eventuale crescita dei tassi di interesse.

Supponiamo, ad esempio, un ente indebitato a tasso variabile pari all'euribor 6 mesi maggiorato dello 0,20%. L'ente potrebbe desiderare di contenere il tasso pagato entro valori dell'euribor del 5,50%. In una tale operazione:

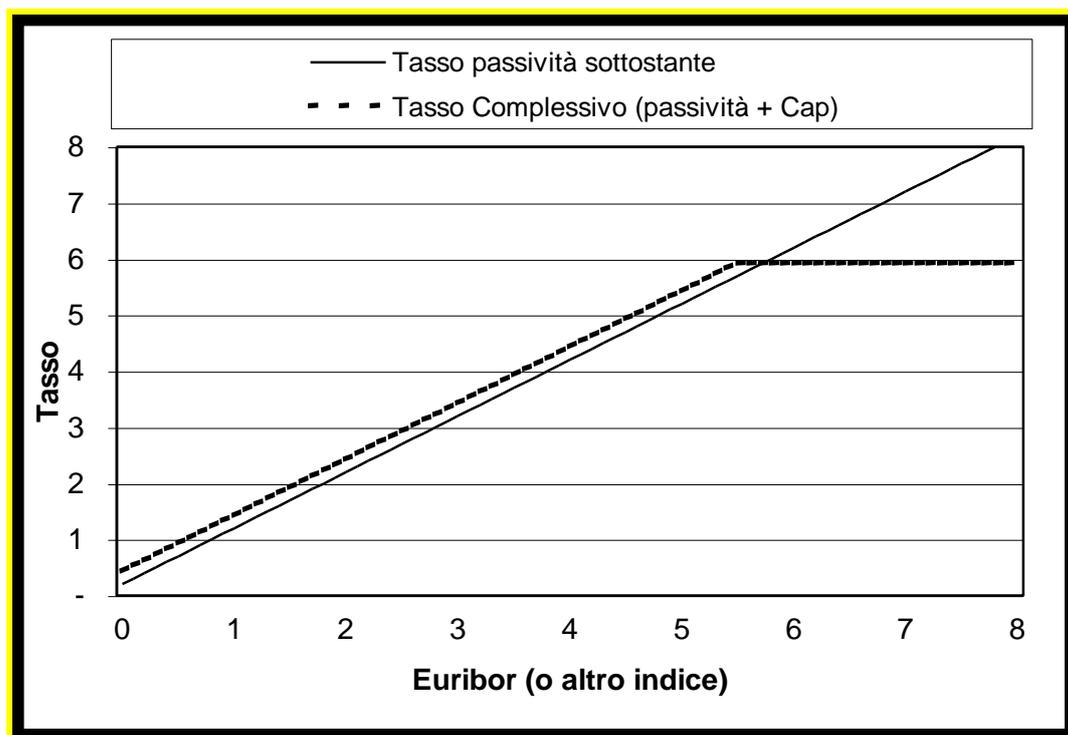
- **l'ente riceve dalla Banca:** la differenza, se positiva, tra il valore dell'euribor 6 mesi e la soglia del 5,50%
- **e paga alla Banca:** un costo pari allo 0,23% per anno.

Da notare che il *cap*, a livello formale, può anche essere incorporato in uno *swap*, con i medesimi effetti. Nel nostro esempio:

- **l'ente riceve dalla Banca:** Euribor + 0,20% (tasso pagato nella passività sottostante)
- **e paga alla Banca:**
 - Euribor + 0,43% se Euribor < 5,50%
 - 5,93% se Euribor > 5,50%

Le due tipologie contrattuali (“cap” o “swap cap”) danno luogo ai medesimi scambi di differenziali (*netting*).

In questo tipo di operazioni, la variazione del tasso netto pagato dall’ente al variare del parametro Euribor, è schematizzabile nel grafico seguente:



Il premio del Cap può anche essere versato, in tutto o in parte, al momento della sottoscrizione dell’operazione, annullando o riducendo quindi lo spread versato all’istituto per coprire il costo della protezione (nell’esempio lo 0,23% in base annua). Va sottolineato che in questo caso l’importo complessivamente versato sarà inferiore a quello derivante dalla “ratealizzazione” lungo la vita dell’operazione, in quanto quest’ultimo deve necessariamente tenere conto dell’attualizzazione dei flussi. È bene quindi che l’ente, nel caso ne abbia la disponibilità, valuti anche la possibilità di dell’acquisto della copertura “*cash*”, confrontando la differenza tra quanto richiesto per il pagamento in contanti con gli interessi complessivi derivanti dall’applicazione dello spread.

COLLAR – CASO I

L'operazione di collar, prevista alla lettera d) del decreto, prevede l'acquisto dello strumento cap, in combinazione con la vendita di un floor. Mentre il cap è in favore dell'ente, in quanto ha lo scopo di contenere l'effetto del rialzo dei tassi, il floor limita il beneficio derivante dalla riduzione del parametro di indicizzazione (ad esempio l'euribor 6 mesi). La combinazione dei due strumenti genera pertanto un corridoio all'interno del quale viene limitata la variazione del tasso. In sostanza, l'ente realizza una copertura dal rialzo dei tassi accettando di corrispondere differenziali negativi nel caso in cui il tasso variabile si posizioni al di sotto del tasso floor.

Esempio

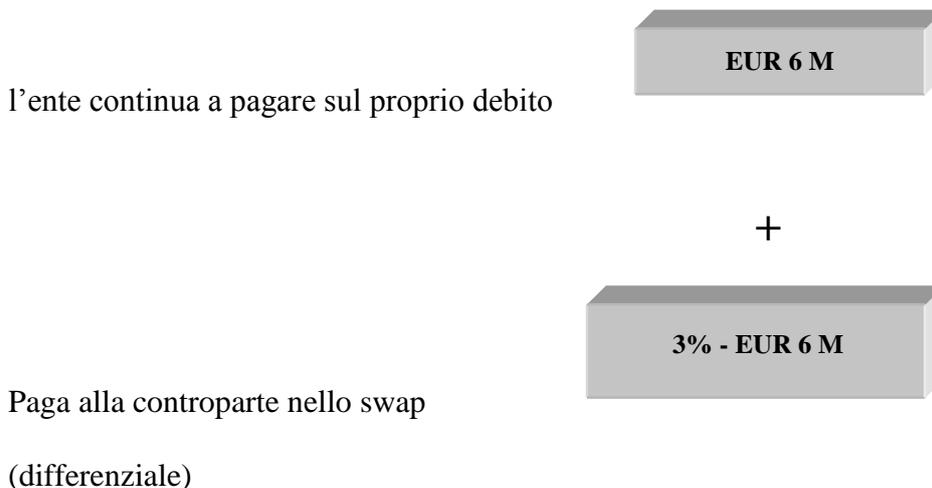
- **l'ente riceve dalla Banca:** Euribor (tasso pagato nella passività sottostante)

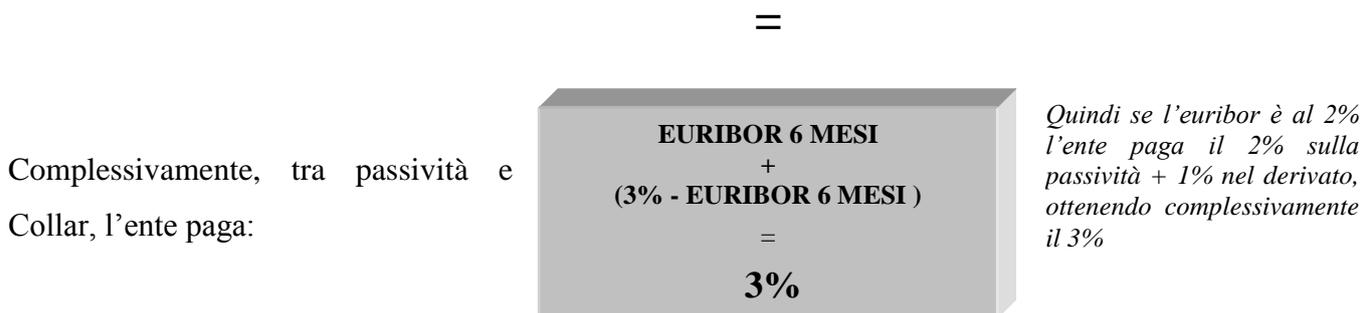
- **e paga alla Banca:** 3,00% (floor) se l'euribor < 3%

euribor se l'euribor è compreso tra il 3% ed il 5%

5,00% se l'euribor > 5,00%

Sono possibili tre diverse situazioni:

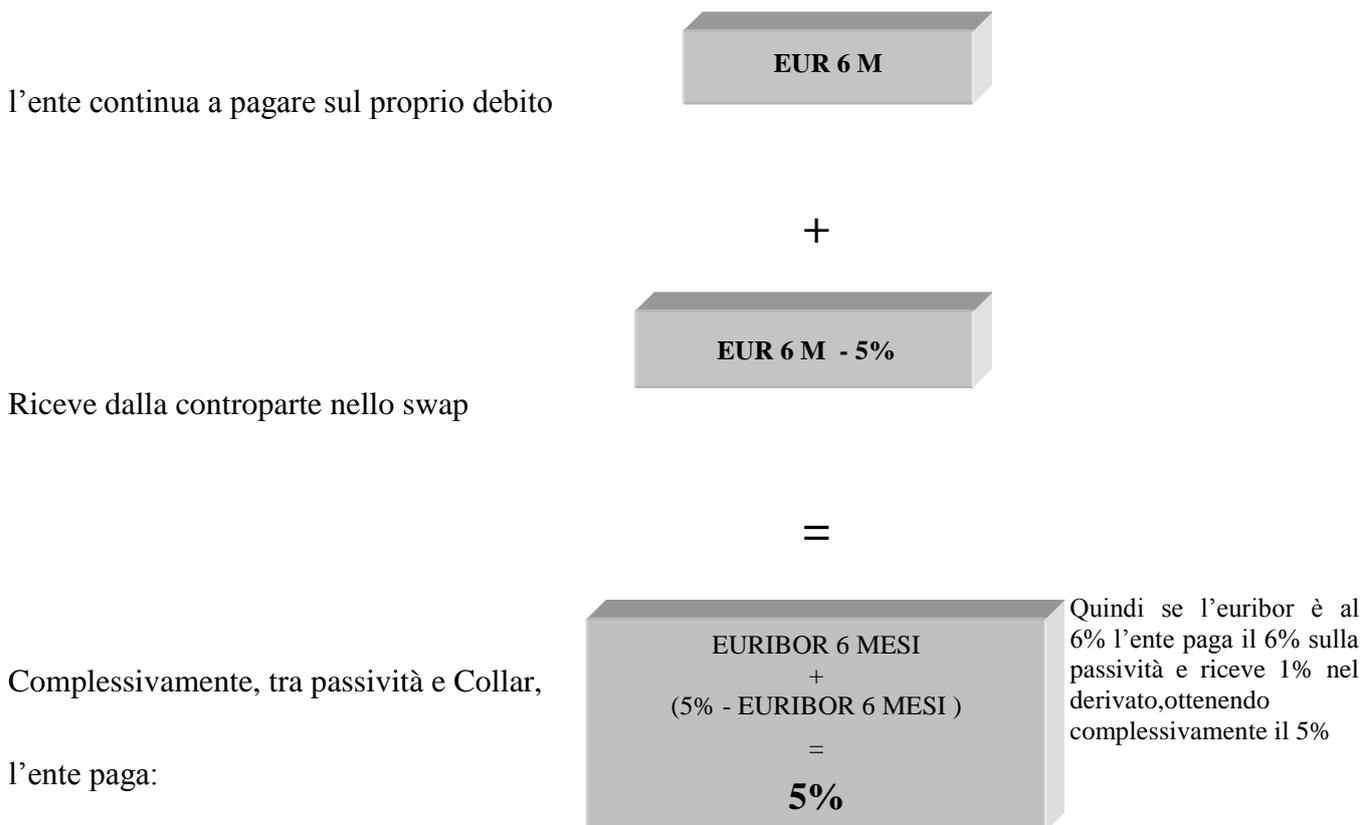
1) Euribor 6 mesi < 3%



2) Euribor 6 mesi compreso tra il 3% ed il 5%

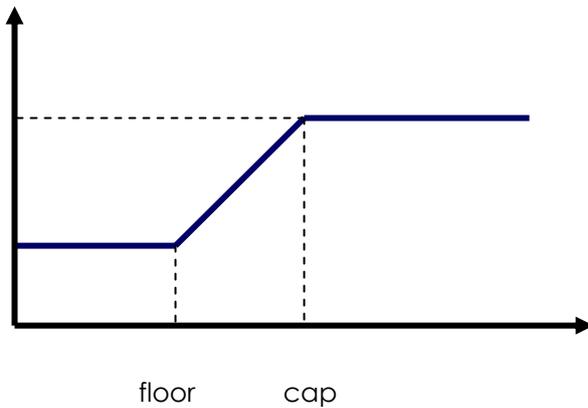
L'ente continua a pagare sul proprio debito euribor 6 mesi ed ha differenziali nulli nel collar, quindi paga complessivamente euribor 6 mesi.

3) Euribor 6 mesi > 5%



Inoltre, ove presente nella passività, il tasso pagato dall'ente (floor, uribor o cap) è maggiorato dello spread.

La variazione del tasso **netto** pagato dall'ente al variare del parametro euribor, è schematizzabile nel grafico seguente



E6

COLLAR – CASO II

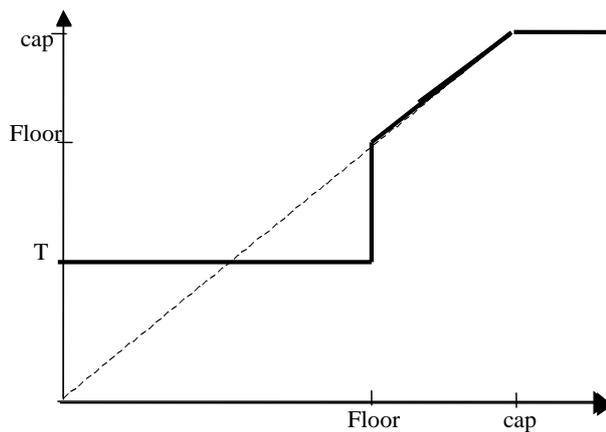
E' possibile prevedere un ulteriore caso di collar (sempre lettera d), in cui, a differenza del caso I visto sopra, lo spread non è costante, ma varia a seconda che l'euribor sia inferiore al floor o superiore a questo. Questo è reso possibile dalla presenza nella struttura di una **opzione digitale**, la quale ha il ruolo di modificare il profilo del derivato (*payout*), senza però snaturare la funzione del collar di fissare un corridoio all'interno del quale avviene l'oscillazione del tasso pagato dall'ente.

Esempio

- **ente riceve euribor 6 mesi**
- **ente paga:**
 - 3%, se euribor inferiore a 3,50% (*spread: -0.50%*)
 - euribor, se euribor compreso tra 3,50% e 5,50% (*spread: 0%*)
 - 5,50%, se euribor > 5,50% (*spread: 0%*)

Come si vede, quindi, in questo esempio, nel caso in cui si attivi il floor lo spread pagato dall'ente è negativo (a beneficio dell'ente stesso), mentre negli altri casi è nullo.

Graficamente:



CAP E COLLAR MULTIFASE

Il cap ed il collar possono essere modulati prevedendo diverse fasi temporali (ad esempio i primi tre anni, i successivi 5 anni e gli ultimi 7) a ciascuna delle quali sono associati diversi valori delle soglie e pertanto, nel caso del collar, “corridoi” diversi. Questo tipo di strutture, che rientrano tra le combinazioni di operazioni consentite previste alla lettera e), consentono ad esempio di adeguare le soglie alla crescita dei tassi forward nel corso del tempo.

Qualora i corridoi crescano nel tempo, la struttura prende il nome di *collar step-up*.

SWAP DI RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO (ART.3, LETT. F, DECRETO 389/2003)

Attraverso questa tipologia di swap, l'ente scambia, oltre alle quote interessi, anche le quote capitale, pervenendo quindi a trasformare l'intera rata della passività. L'ente riceve, infatti, la rata pagata sul/sui finanziamenti sottostanti e paga la rata rimodulata, continuando ad essere regolati solamente i differenziali.

Lo scambio delle quote capitale consente all'ente di modificare, attraverso il derivato, il profilo di ammortamento del debito senza necessità di rinegoziare direttamente il debito stesso.

La strutturazione di questa operazione deve però tenere conto dei limiti fissati dalla normativa per questo tipo di operazioni, di cui il più peculiare è quello in base al quale il valore attuale dei flussi non può essere crescente nel tempo. In base a tale criterio, le rate pagate nel derivato possono comunque essere crescenti in termini nominali, in quanto, a parità di valore attuale, le grandezze nominali crescono man mano che ci si allontana nel tempo. Questo fenomeno è tanto più accentuato quanto più elevato è il livello dei tassi di interesse di attualizzazione.

Questo prodotto è normalmente finalizzato ad operare un allungamento della vita finanziaria della passività, senza allungarne la scadenza, come invece comunemente accade nelle rinegoziazioni dei finanziamenti.

QUANTO DOLLARO O ALTRA DIVISA DEL G7

Questa operazione prevede l'indicizzazione al parametro Libor 6 mesi del dollaro americano, pur mantenendo la denominazione della passività in euro e quindi senza assunzione del rischio di cambio. La finalità è generalmente quella di diversificare il rischio legato alla variabilità dei parametri di indicizzazione. Nella forma più semplice, il tasso è pari al Libor maggiorato o diminuito di un certo spread (ad esempio Libor 6m USD – 1,10%).

Bibliografia

Testi:

Anna Pavord - *The Tulip*.

Associazione Disiano Preite - *Il Diritto Delle Società* (Il Mulino, 2006).

Bozzoli S. - *Rinegoziazione Dei Mutui E Art. 119 Della Costituzione, Diritto E Pratica*

C. Rossano, D. Siclari - *Interesse Pubblico E Controllo Della Finanza Innovativa*,

Caparrelli F. - *I Derivati* (Mcgraw-Hill, 2001).

Carlo Viviani - *Politica Economica Europea* - Luiss Edizioni.

Carswell, John - *The South Sea Bubble* (1960).

Chance, Don M. - *A Chronology Of Derivatives* (Derivatives Quarterly 2 Winter 1995).

Edward J. Swan - *Building The Global Market: A 4000 Year History Of Derivatives* (Kluwer Law International Ltd: London, 2000).

Elijah Brewer Iii, E. Jackson Iii E James T. Moser - *The Value Of Using*.

Ernst Juerg Weber - *A Short History Of Derivative Security Markets* (August 2008).

Fabrizio Saccomanni - *Le Problematiche Relative Agli Strumenti Finanziari Derivati* (Audizione Informale Del Direttore Generale Della Banca D'italia).

Federal Reserve Board - *Does Speculation Affect Spot Price Levels?*

Francesco Capriglione - *L'ordinamento Finanziario Italiano* (Cedam, 2006).

Geoffrey Poitras - *The Early History Of Financial Economics, 1478-1776* (2000).

J. Mcmillan - *Reinventing The Bazaar: A Natural History Of Markets* (W.W.Norton,. 2002).

John C.Hull - *Opzioni, Futures A Altri Derivati* (Pearson Educational Italia S.R.L., 2006)

Joseph Stiglitz - *In Un Mondo Imperfetto* (Donzelli, 2001).

Leeson, Nicholas William; Edward Whitley - *Rogue Trader: How I Brought Down Barings Bank And Shook The Financial World* (Little Boston, 1996).

Mackay, Charles. - *Extraordinary Popular Delusions And The Madness Of Crowds* (Current Version 1980).

Marina Speca, - *Gli Interest Rate Swap Negli Enti Locali:Rischi, Opportunità E Nuovo Profilo Giuridico.*

Mario Trombetta - *Appunti di gestione e finanza delle aziende pubbliche*, Halley Editrice, 2008.

Merton Miller - *Derivatives* (Wiley Investment 1997).

Mike Dash - *Tulipomania: The Story Of The World's Most Coveted Flower And The Extraordinary Passions It Aroused.*

Oscar Gelderblom E Joost Jonker - *Amsterdam As The Cradle Of Modern Futures And Options Trading, 1550-1650* (University Of Utrecht).

Pezzolo L. - *Bonds And Government Debt In Italian City-States, 1250-1650* (2005)

Poitras, G. - *The Early History Of Financial Economics, 1478-1776.*

Remolona - *The Recent Growth Of Financial Derivateive Market.*

Robert E. Whaley - *Derivati: I Mercati, Di Valutazione E Gestione Del Rischio* (John Wiley & Sons Hoboken, New Jersey, Ottobre 2006)

Robert E. Whaley - *Derivatives: Markets, Valuation, And Risk Management* (2006).

Articoli & Reports:

Banca Dei Regolamenti Internazionali - Annual Report 2012.

Banca Dei Regolamenti Internazionali - Otc Derivatives Market Activity In The Second Half Of 2012.

Banca Dei Regolamenti Internazionali - Triennial Central Bank Survey 2007/2010.

Commissione 6a Del Senato Della Repubblica (Finanze E Tesoro) - Indagine Conoscitiva Sull'utilizzo E La Diffusione Degli Strumenti Di Finanza Derivata E Delle Cartolarizzazioni Nelle Pubbliche Amministrazioni (Audizione Del Capo Del Servizio Studi Di Struttura Economica E Finanziaria Della Banca D'italia Daniele Franco Senato Della Repubblica 8 Luglio 2009)

Corte Dei Conti - Sezioni Riunite In Sede Di Controllo (Indagine Conoscitiva).

Gerardo Coco - Derivati, Speculazione, E Verità (Istituto Bruno Leoni).

Il Sole24ore - Acqui Terme Non Paga Più (18 Aprile 2009).

Il Sole24ore - Banche Europee, 6mila Miliardi Di Derivati (9 Dicembre 2012).

Il Sole24ore - Boccata D'ossigeno In Attesa Della Fiducia (18 Agosto 2007).

Il Sole24ore - Derivati Ed Enti Locali Prigionieri Dei Tassi A Lungo Termine (3 Febbraio 2009).

Il Sole24ore - Derivati Negli Enti Pubblici (30 Ottobre 2009).

Il Sole24ore - Il Vero Prezzo Del Petrolio? 80 Dollari Al Barile (22 Luglio 2008).

Il Sole24Ore - Per i derivati uno sblocco meno trasparente (29 Aprile 2011).

L'audizione Del Governatore Della Banca D'italia Presso La 6a Commissione Finanze E Tesoro Del Senato Del 21 Ottobre 2008 Nell'ambito Dell'indagine Conoscitiva Sulla Crisi Finanziaria Internazionale E Sui Suoi Effetti Sull'economia Italiana.

Occ's Quarterly Report On Bank Trading And Derivatives Activities Fourth Quarter 2012

Opec - Annual Report 2012.

The Economist - Measuring The Measurers (31 Maggio 2007).

Sitografia:

[Http://Www.Dirittobancario.It/Angolo-Della-Finanza/Enti-Locali-E-Contratti-Derivati/](http://Www.Dirittobancario.It/Angolo-Della-Finanza/Enti-Locali-E-Contratti-Derivati/)

[Http://Www.Economy2050.It/Esposizione-Derivati-Enti-Locali-Banche-Italia/](http://Www.Economy2050.It/Esposizione-Derivati-Enti-Locali-Banche-Italia/)

www.bancaditalia.it

www.bri.org

www.europarl.europa.eu

www.federalreserve.org

www.financialstabilityboard.org

www.senato.it