

GLI INTEREST RATE SWAP COLLOCATI PRESSO IMPRESE ED ENTI LOCALI

Roberto Marcelli

SOMMARIO. **1. INTRODUZIONE:** I rischi dell'attività imprenditoriale. **2. I DERIVATI:** caratteristiche e finalità. **3. GLI INTEREST RATE SWAP:** nozioni, tipologia, valutazione. **4. I DERIVATI:** sviluppi recenti. **5. IL COLLOCAMENTO DI DERIVATI PRESSO IMPRESE ED ENTI LOCALI:** modalità, quadro normativo, asimmetria informativa e “operatore qualificato”, *up-front* e *swap non par*. **6. LE OPERAZIONI DERIVATE:** aspetti tecnici. **6.1** La gestione del debito e le operazioni speculative. **6.2** Il Fair Value (Mark to Market). **6.3.** Il margine di intermediazione della banca nelle operazioni derivate. **6.4.** Le operazioni di copertura degli Enti locali. **6.5.** Le operazioni “plain vanilla” e le opzioni digitali per gli enti locali. **7. SINTESI E CONCLUSIONI.**

1 - INTRODUZIONE.

I rischi connessi all'attività imprenditoriale assumono le fattezze più varie. Si distinguono i rischi propri del mercato reale in cui opera l'impresa, da quelli connessi ad attività collaterali o di supporto. Si distinguono i rischi interni, legati all'organizzazione e funzionamento dell'azienda, da quelli esterni, provenienti dall'ambiente sociale, politico e territoriale in cui opera l'azienda: a questi ultimi si ricollegano i rischi legali e reputazionali.

Il concetto di rischio è connesso all'incertezza e dipende sostanzialmente dall'informazione disponibile e dalle capacità elaborative della stessa ai fini previsionali.

In un'economia aziendale si può operare una significativa distinzione fra rischi speculativi e rischi puri. I primi ricorrono quando, al manifestarsi di un evento, si determina per l'azienda una conseguenza positiva o negativa; nei secondi invece, al verificarsi dell'evento, l'azienda subisce un danno economico, produttivo o di mercato: questi ultimi sono i rischi più propriamente soggetti ad assicurazione.

Tradizionalmente gli imprenditori hanno dimestichezza con la gestione dei rischi industriali e commerciali, nelle diverse forme e connotazioni. Anche i rischi finanziari sono stati approcciati e sono venuti assumendo più recentemente, con la globalizzazione dei mercati, elementi strategici di competitività. La sospinta e repentina apertura dei mercati, sia quello reale che quello finanziario, ha determinato una maggiore instabilità degli equilibri e un'accentuata volatilità dei prezzi, che si sono riflesse, tra l'altro, in una accresciuta rilevanza dei rischi finanziari: rischio di credito, rischio di liquidità, rischio di interesse, rischio di cambio. La disponibilità o meno di liquidità e/o di credito pregiudica lo sviluppo dell'azienda, forti oscillazioni nei tassi di cambio e/o di interesse possono pregiudicare la posizione competitiva, interagendo direttamente con i costi di produzione e i prezzi dei prodotti.

Nella gestione dei rischi finanziari l'azienda può trovare nei "derivati" degli utili strumenti, che, alla stregua dei prodotti assicurativi, possono attenuare o completamente immunizzare l'impresa dagli effetti negativi che altrimenti subirebbe al verificarsi degli eventi inattesi.

Meno proprio all'impresa, sia essa industriale che commerciale, è l'utilizzo dei derivati con finalità prettamente speculative: tale attività è posta di regola al di fuori dell'ordinario ambito di attività, non avendo l'impresa stessa l'esperienza, competenza e professionalità degli operatori presenti nel mercato finanziario. Mentre è fisiologico il ricorso dell'impresa a forme di copertura di rischi che esulano dal proprio business, risulterebbe assai patologico che l'impresa svolgesse una funzione di assicurazione, assumendosi rischi propri di un operatore finanziario.

Il fenomeno accertato in questi ultimi anni di una diffusa presenza di derivati per lo più speculativi nei conti di Enti locali e di imprese di medio-piccole dimensioni evidenzia una palese distorsione riconducibile, pressoché esclusivamente, alla politica di marketing di taluni intermediari finanziari. Cogliendo smagliature e opachi passaggi della normativa posta a presidio dei fruitori dei servizi finanziari, si è operato un diffuso e capillare collocamento di *swap*, con modalità e tecniche proprie della vendita porta a porta di prodotti di largo consumo.

Frequentemente il collocamento ha riguardato una successione di *swap*, accompagnata da finanziamenti costituiti da *up-front*. Inizialmente lo *swap* proposto risultava, di norma, semplice, del tipo ordinario, *plain vanilla*, con una prevalente funzione di copertura dal rischio di tasso, ma subito dopo – ancor prima della scadenza – veniva sostituito con *swap* più articolati, complessi e a forte componente speculativa, nei quali l'*up-front* andava a saldare, in tutto o in parte, la chiusura del precedente, ma poneva l'acquirente in una pregiudizievole situazione di crescente rischio.

In questo processo, nel quale le perdite maturate e realizzate venivano inglobate nel nuovo *swap*, l'operatore frequentemente rimaneva inconsapevole delle perdite già maturate, perdendo contezza dell'esposizione a rischio, sino a quando l'esposizione non assumeva dimensioni tali da far insorgere il rischio d'insolvenza ed indurre la banca a risolvere il contratto richiedendo l'immediato e complessivo importo a saldo.

Le conseguenze di tale opera di collocamento, la loro dimensione e i riflessi economici e di mercato, sono prima trapelate con crescente evidenza nel linguaggio misurato degli Organi di controllo, per poi palesarsi compiutamente nei bilanci degli intermediari finanziari, come contro-altare degli importi emergenti dalla Centrale dei Rischi.

Come già accaduto in ripetute circostanze, si piangono lacrime sulle aspettative tradite, si interviene tardivamente ad integrare i presidi normativi a tutela degli operatori economici rimettendo all'autorità giudiziaria l'onere di valutare colpe e doli e compensare i pochi – della miriade di ignari operatori economici incappati nella rete – che si cimentano nei tortuosi procedimenti giudiziari.

2 - I DERIVATI: CARATTERISTICHE E FINALITÀ.

Con il termine derivati si individuano quei prodotti finanziari il cui valore non è intrinseco in sé ma deriva dall'andamento di un'attività sottostante, reale (materie prime, prodotti energetici) o finanziaria (azioni, obbligazioni, tassi di interesse, cambi). Per loro natura e flessibilità i derivati possono essere associati alle variabili più disparate: tasso di inflazione, indici di produzione e/o di prezzo, fattori atmosferici, con una proliferazione di strutture adattate alle specifiche esigenze a cui possono prestare copertura.

I derivati vengono di norma classificati in tre tipologie base: i *forward*, le opzioni, gli *swap*: la prima tipologia è costituita da contratti a termine, nei quali viene

fissato il prezzo (titoli, valute, merci, indici) di una transazione il cui perfezionamento è procrastinato nel futuro; la seconda tipologia ricomprende invece contratti aventi ad oggetto il diritto di acquisto/vendita da esercitare entro un periodo definito o al termine dello stesso; la terza tipologia, infine, riguarda lo scambio, a pronti e a termine, di tassi, divise, indici, ecc., secondo modalità e termini convenuti.

Accanto a questi derivati più tradizionali, si sono venuti sviluppando, con la cartolarizzazione dei crediti, derivati collegati al rischio di credito insito nell'operazione di finanziamento.

Con i derivati vengono perseguite dagli operatori economici tre distinte finalità:

a) finalità di copertura. E' questa la finalità principale: con il derivato si persegue una copertura – alla stregua di un contratto assicurativo – dal rischio che una determinata variabile assuma valori, in ascesa o in discesa, che possano pregiudicare una determinata posizione.

In funzione delle aspettative che vengono maturando sul futuro andamento del mercato, con i derivati l'imprenditore o l'amministratore dell'Ente locale può modificare l'esposizione al rischio: nei primi anni 2000, ad esempio, le aspettative di crescita dei tassi hanno indotto numerosi operatori economici a porre in essere *swap* di tassi (variabile contro fisso) per stabilizzare i costi dell'indebitamento. Ad una gestione statica del rischio, con il derivato si viene a sostituire una gestione dinamica, mutando l'esposizione in funzione delle necessità e esigenze aziendali. All'emergere di un rischio eccessivo, il derivato consente di trasferirlo su altri operatori, più specificatamente specializzati nella gestione di tali rischi. La protezione dal rischio presenta necessariamente un costo: nel caso di un'opzione questo è rappresentato dal "premio" riconosciuto al venditore; nel caso, invece, dei contratti *forward* e *swap*, questo è inglobato nel prezzo che, in un mercato efficiente e trasparente, costituisce il punto di incontro di domanda ed offerta.

Così come ci si può assicurare contro i rischi di grandine, che può pregiudicare il raccolto, con un derivato ci si può assicurare, ad esempio, contro il rischio di una forte ascesa del prezzo di un fattore di produzione, che può pregiudicare il rispetto di un impegno protratto nel tempo a fornire un determinato prodotto ad un predeterminato prezzo.

Gli operatori economici ricorrono frequentemente a tali forme di coperture, soprattutto per i rischi che esulano dalla propria attività, rimettendoli ad operatori professionali in grado di bilanciare, compensare e gestire tali rischi. Gli operatori finanziari, in una corretta gestione del portafoglio, in rapporto alla propensione al rischio, praticano una gestione dinamica del rischio stesso, assumendo taluni rischi e coprendone altri, in un mix ritenuto ottimale per il portafoglio.

b) finalità speculative. E' una pura assunzione di rischio, realizzata esclusivamente con l'obiettivo di conseguire un utile, che può assumere dimensioni ragguardevoli, ma che per contro può generare perdite di pari dimensione. Non vi è

collegamento ad alcuna attività reale: in tali impieghi i punti rilevanti e qualificanti sono costituiti dalla piena consapevolezza del rischio assunto e dalla professionalità posta nella gestione dello stesso.

I gestori di portafogli finanziari, che perseguono finalità speculative, nel ricercare la massima performance compatibile con i limiti di rischio assumibili, si fanno carico talora di misurate posizioni su derivati, con il precipuo obiettivo di accrescere, con l'effetto leva insito in tali prodotti, il risultato di portafoglio.

c) finalità di arbitraggio. Vischiosità di mercato e asimmetrie informative sono alla base di ogni forma di arbitraggio, ivi compresa quella su derivati: conoscendo e cogliendo le opportunità che si possono presentare nei diversi mercati, componendo e scomponendo i prodotti finanziari, possono essere lucrati, senza alcuna assunzione di rischio, margini economici che, seppur minimi, possono essere replicati innumerevoli volte sino a che il mercato non allinea i prezzi rendendo indifferenti le alternative e quindi inutile ed improduttivo l'arbitraggio stesso.

Una delle caratteristiche peculiari ai derivati è costituita dalla circostanza che, attraverso il versamento di una frazione limitata, si movimenta un importo assai più ampio: è questo l'effetto leva, il quale comporta che oscillazioni di prezzo minime sul sottostante hanno ripercussioni multiple sul derivato, generando perdite o profitti, talvolta repentini e rilevanti. Infatti la struttura dei derivati spesso non prevede alcuna consegna del valore sottostante, ma la semplice liquidazione del differenziale: si possono in tal modo impegnare importi rilevanti con il pagamento di importi modesti. L'effetto leva che si consegue in tal modo esalta i margini di perdite e/o di profitti che ne possono derivare.

Un *future* o un'opzione può facilmente determinare, in pochi giorni, perdite o profitti superiori al capitale inizialmente impiegato: la volatilità dei tassi e/o dei rapporti di cambio, attuali e prospettici, impatta nel valore di uno *swap* in misura tanto maggiore quanto più alto è il valore nozionale sottostante e quanto più esteso è il periodo di riferimento.

La struttura, talvolta sofisticata, del derivato e la sua sospinta leva finanziaria ne fanno uno strumento particolare, distinto dagli ordinari prodotti finanziari, obbligazioni ed azioni. In questi ultimi l'investitore impiega un capitale definito, soggetto ad un rischio di erosione, in genere più modesto per i titoli obbligazionari, più sospinto per i titoli azionari.

Nei contratti *swap* non si ha alcun capitale di rischio definito, ma si assumono impegni futuri, protratti e scadenzati nel tempo. Il capitale di rischio risulta inizialmente indeterminato e può assumere ex post dimensioni ragguardevoli e inaspettate. Se l'operazione non è a copertura e – per carenze culturali e professionali – è stata assunta in misura più o meno inconsapevole, la perdita giunge impreveduta e può, in talune circostanze, travolgere il contraente. In più casi si è riscontrata una serie di rimodulazione di *swap*, dall'architettura complessa e poco trasparente, che hanno inconsapevolmente trascinato l'imprenditore in una spirale ascendente di perdite.

D'altra parte gli swap – come anche talune forme più complesse di derivati – per una loro corretta valutazione e una piena consapevolezza dei rischi impliciti, richiedono *expertise*, conoscenze tecniche e di mercato, nonché informazioni e modelli matematici di elaborazione che soltanto una struttura all'uopo organizzata è in grado di gestire: il risparmiatore e/o l'imprenditore, che non dispone di tali professionalità, conoscenze e strumenti, deve necessariamente rimettersi, in un rapporto fiduciario, alla valutazione dell'intermediario, oltre che alla trasparenza ed efficienza del mercato.

I fondi comuni, i fondi pensione, le fondazioni ed altri primari investitori istituzionali, per questo genere di prodotti finanziari, incontrano significative limitazioni di impiego, oltre che negli statuti, nelle stesse norme regolamentari dell'organo di vigilanza, che ne impediscono un utilizzo diverso dalle forme di copertura. Agli intermediari bancari, per operare su derivati, la normativa di vigilanza impone stringenti presidi organizzativi e sofisticate procedure di misurazione e gestione, sia dei rischi finanziari connessi ai derivati sia dei rischi di controparte.

In considerazione della particolare asimmetria informativa che, soprattutto per i derivati, ma più in generale per i prodotti finanziari, caratterizza i rapporti fra gli investitori e i mercati, viene prevista una disciplina speciale rispetto alle norme di diritto comune, giustificata dalla necessità di prevedere norme “paternalistiche” che assicurino un grado maggiore di informazione e tutela dell'investitore.

Gli *swap* con finalità speculative non risultano adatti ad investitori che non siano professionali.

3 - GLI INTEREST RATE SWAP: NOZIONI.

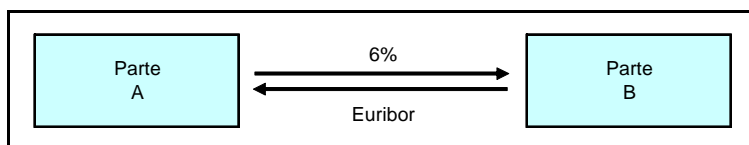
Sotto la denominazione di *swap* si ricomprendono, nel mercato finanziario, operazioni con strutture giuridiche e formulazioni finanziarie tra le più diverse.

Ciò che caratterizza lo *swap* è lo scambio di pagamenti il cui ammontare è diverso, basato su distinti parametri di riferimento. La funzione economica risiede nella possibilità, attraverso i variegati modelli impiegati, di gestire il rischio di tasso e/o di cambio: per il tramite di variabili quali i tassi di interesse e di cambio, gli ammontari nozionali, le modalità e i tempi di esecuzione, si possono di fatto perseguire finalità diverse, riconducibili sostanzialmente ad obiettivi di copertura, di speculazione, di arbitraggio.

Il tipo più comune di *swap* è lo *swap* “*plain vanilla*” (*Interest Rate Swap IRS*), dove i flussi di scambio sono esclusivamente parametrati a distinti tassi di interesse. Una parte si impegna a pagare, a determinate scadenze, con riferimento ad un capitale detto “capitale nozionale” un interesse commisurato ad un determinato tasso fisso e la controparte si impegna a pagare, alle stesse scadenze, con riferimento al medesimo capitale nozionale, un interesse commisurato ad un determinato tasso variabile: frequentemente si liquida solo la differenza. Il flusso di pagamenti a tasso fisso costituisce un “*gamba*” dello *swap* ed è dato dal prodotto del capitale nozionale per il

tasso fisso convenuto; il flusso di pagamenti a tasso variabile, calcolato in maniera analoga, costituisce l'altra "gamba" dello *swap*.

I pagamenti sono espressi nella stessa valuta. Si definisce tasso *swap* il valore del tasso fisso che rende nullo il valore del contratto, cioè equivalenti le due gambe dello *swap*.



Il capitale di riferimento non è oggetto di scambio ma serve esclusivamente da parametro di riferimento per il calcolo dei reciproci pagamenti.

Un operatore economico che, avendo finanziato i propri investimenti attraverso un finanziamento a tasso variabile, voglia immunizzarsi da variazioni dei tassi ed avere certezza dei futuri costi di produzione, potrà impiegare a tale scopo un *swap* "plain vanilla": il nozionale di riferimento sarà dato dal capitale finanziato, il periodo e il tasso di riferimento saranno corrispondenti a quelli previsti nel finanziamento. Un operatore con scarso merito di credito troverà più facilmente finanziamenti a breve termine a tasso variabile, che tuttavia, con l'ausilio di uno *swap*, può trasformare a tasso fisso per tutta la durata dell'investimento.

Si consideri, ad esempio, uno *swap* a tre anni, stipulato il 1/7/00, nel quale la parte A si impegna a pagare il 6% annuo con pagamenti trimestrali su un capitale nozionale di €1 mil.ne e la parte B si impegna a pagare trimestralmente l'Euribor¹ a tre mesi sullo stesso capitale.

N.	Data	Tasso Euribor 3 M	Ammontare Euro	Tasso fisso	Ammontare Euro	Saldo
1	01/07/2000	4,8%	12.000	6,0%	15.000	-3.000
2	01/10/2000	4,6%	11.500	6,0%	15.000	-3.500
3	01/01/2001	4,8%	12.000	6,0%	15.000	-3.000
4	01/04/2001	5,0%	12.500	6,0%	15.000	-2.500
5	01/07/2001	5,5%	13.750	6,0%	15.000	-1.250
6	01/10/2001	5,8%	14.500	6,0%	15.000	-500
7	01/01/2002	6,0%	15.000	6,0%	15.000	0
8	01/04/2002	5,8%	14.500	6,0%	15.000	-500
9	01/07/2002	6,2%	15.500	6,0%	15.000	500
10	01/10/2002	6,7%	16.750	6,0%	15.000	1.750
11	01/01/2003	7,2%	18.000	6,0%	15.000	3.000
12	01/04/2003	7,5%	18.750	6,0%	15.000	3.750

Se la parte A ha in essere un finanziamento di € 1 mil.ne a tasso variabile (Euribor) e teme che un rialzo dei tassi possa pregiudicare la sua situazione finanziaria, con il contratto di *swap* sopra illustrato verrà a pagare, nell'immediato, €3.000 in più

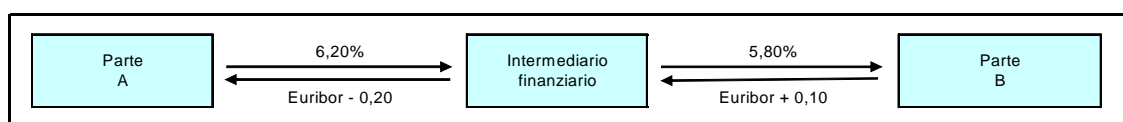
¹ L'Euribor, acronimo per Euro Inter Bank Offered Rate, è il tasso di riferimento indicativo delle transazioni finanziarie in Euro tra le principali banche europee. L'Euribor è nato con la moneta europea all'inizio del '99 e viene determinato giornalmente sulla base della media dei tassi praticati da oltre 50 banche, sulla base di differenti scadenze da una settimana a un anno.

ma si assicura in tal modo la certezza che la sua rata trimestrale sarà costantemente pari a €15.000. Anche la parte B potrebbe avere interesse, per esempio, ad immunizzarsi da variazioni nei flussi finanziari, espressi in Euribor, da introitare da un credito comm.le o finanziario: girando tali flussi alla parte A e introitando il tasso fisso, verrebbe a stabilizzare gli incassi periodici.

Frequentemente le scadenze stabilite per lo scambio dei pagamenti coincidono e in tal caso, di norma, è prevista nei contratti la clausola di compensazione (netting), con un unico pagamento dato dal saldo algebrico fra quanto spettante e quanto dovuto dal cliente.

Gli *swap* sono trattati principalmente sul mercato OTC (Over The Counter)² nel quale la funzione del dealer risulta essenziale al corretto funzionamento del mercato: le contrattazioni in tale mercato, infatti, sono prevalentemente accentrate su un numero ristretto di dealer con alto merito di credito, solitamente banche commerciali con rating non inferiore alla doppia A.

Di norma due Società non si incontrano direttamente: la controparte è costituita da un intermediario il quale, a sua volta, chiude un'operazione di segno opposto con un altro intermediario o con un'altra Società.



Nella circostanza sopra illustrata l'intermediario percepisce un margine d'intermediazione che, per una quota modesta, remunera il servizio prestato, mentre per la quota prevalente copre il rischio di credito di cui si fa carico: infatti, alle due parti la prestazione è assicurata dall'intermediario stesso, sul quale si viene a scaricare il rischio di insoluto/default di A e B.

Di norma, a meno dello *spread* percepito dall'intermediario, le due componenti (gambe) dello *swap* presentano all'inizio un valore coincidente, cioè il valore dello *swap* è a somma nulla: per il mercato – ai tassi di equilibrio espressi – è indifferente assumere la posizione A (paga il fisso e riceve il variabile) o la posizione B (paga il variabile e riceve il fisso), valutando le due posizioni a rischio perfettamente simmetriche. Con il modificarsi delle condizioni di mercato, alle scadenze successive, sulla base dell'evoluzione subita dalla curva dei tassi, il valore delle due gambe dello *swap* si discosteranno, assumendo valori diversi, così che l'eventuale successiva chiusura anticipata dell'operazione prima della scadenza, apporterà al cliente un margine positivo o negativo a seconda della posizione A o B assunta.

In un'operazione di *Interest Rate Swap* a 6 anni, ad esempio, il tasso *swap* espresso dal mercato rende il valore attuale dei pagamenti della "gamba fissa" eguale al

² Sono mercati per i quali la negoziazione si svolge al di fuori dei circuiti borsistici ufficiali, su circuiti telematici, la cui funzionalità è organizzata da alcuni attori e le caratteristiche dei contratti che vengono negoziati non sono standardizzate.

valore attuale dei pagamenti della “gamba variabile”; il tasso negoziato esprime l’equivalenza finanziaria delle aspettative dei tassi Euribor nei successivi 6 anni. In altri termini se, ad esempio, viene negoziato un tasso *swap* del 5% contro un Euribor 3 Mesi del 3,75%, il mercato si attende una distribuzione futura dei tassi Euribor più alta, tale da rendere indifferente – nell’orizzonte temporale di 6 anni - pagare il 5% in ragione d’anno, ogni tre mesi, o pagare l’Euribor corrente al termine di ciascun trimestre. A partire dal momento della negoziazione, si modificano le aspettative sui futuri tassi di interesse e parallelamente le due prestazioni, inizialmente paritarie, assumono valori differenti, così che, in una successiva chiusura dell’operazione, prima della scadenza – realizzata attraverso un’operazione di segno opposto – si maturerà una perdita/utile, data dalla differenza tra i valori attuali, stimati sul momento, dei rimanenti flussi di cassa delle due gambe, fissa e variabile.

Come detto, il valore delle “gambe” di norma all’inizio è eguale. Tuttavia le parti possono convenire uno *swap* che, già all’inizio, presenta gambe con valori sbilanciati, cioè l’impegno assunto da una parte è maggiore dell’impegno della controparte. In tali circostanze la parificazione delle due prestazioni viene realizzata attraverso la liquidazione iniziale di un importo *cash*, detto *up-front*, pari al valore attuale degli sbilanciamenti dei due distinti flussi finanziari.

La stima del valore di uno *swap*, e più in generale di un derivato, richiede nei modelli più sofisticati la simulazione dei possibili scenari futuri del sottostante, delle relative stime di probabilità per ciascuno di essi e dei flussi di cassa conseguenti (*pay-off*). Il valore dello *swap* sarà dato dalla media – ponderata probabilisticamente per ciascun scenario possibile – dei valori assunti dai flussi dare/avere di cassa, scontati con i relativi tassi finanziari.

Mentre per gli *swap* base (*plain vanilla*), dato lo spessore delle transazioni che intervengono giornalmente sul mercato, è possibile accertare agevolmente e con una apprezzabile trasparenza un significativo prezzo, per gli *swap* più complessi solo operatori specializzati e attrezzati di adeguata modellistica possono stimare il relativo *fair value* del momento.

3.1 – TIPOLOGIE DI SWAP

Lo *swap* sopra descritto è quello base, il più diffuso: le banche, la cui raccolta è concentrata sul tasso variabile si pongono frequentemente come controparte, pagando il variabile e introitando il fisso.

A partire da questo modello base si genera una variegata tipologia di *swap* dove lo scambio di pagamenti viene a dipendere dal valore di una o più variabili sottostanti.

Nell’*Interest Rate and Currency Swap* IRCS, i flussi di scambio coinvolgono capitale espresso in divise diverse a differenti tassi: viene scambiato sia il nozionale che i flussi nelle distinte valute. Lo scopo è quello di immunizzarsi sia dal rischio di cambio che dal rischio di tasso sulla valuta.

Una forma particolare di *swap* è il *Domestic Swap* e il *Domestic Currency Swap*, nel quale viene prevista contrattualmente la compensazione, alle singole scadenze, dei flussi a debito e a credito, con la liquidazione delle differenze espresse nella valuta convenuta. Gli IRS praticati in Italia costituiscono frequentemente dei *Domestic Swap*: le scadenze dei flussi coincidono e le parti si liquidano solo le differenze. In questi contratti il rischio controparte risulta apprezzabilmente attenuato.

Nello *Zero-coupon Swap*, una delle parti effettua un unico pagamento, posto all'inizio o alla fine o nel corso del periodo dello *swap*. È evidente l'analogia con il finanziamento: il rischio controparte si accresce considerevolmente.

Nell'*Equity Swap* i dividendi e i guadagni su un indice azionario vengono scambiati contro un tasso fisso.

Nello *Swap in Arrears* il tasso convenuto – a differenza dello *swap* ordinario – viene rilevato alla fine del periodo, al momento del pagamento.

Nel *Basis Swap* si scambia un tasso variabile contro un diverso tasso variabile.

Nel *Forward Swap* si conviene ora uno *swap* che inizierà dopo un certo lasso di tempo.

Nell'*Amortizing Swap* il nozionale sottostante varia nel tempo, spesso elevato inizialmente e gradualmente decrescente nel corso del periodo dello *swap*, così da accompagnare, ad esempio, l'ammortamento di un finanziamento.

Le condizioni dell'operazione di *swap* possono prevedere la possibilità di estensione o la chiusura anticipata: negli "*extendible swap*" una parte ha la facoltà di estendere la vita dello *swap* oltre il periodo inizialmente stabilito, mentre nei "*puttable swap*" una parte ha la facoltà di chiudere anticipatamente l'operazione.

Le forme di *swap* sopra indicate costituiscono alcune delle variegato tipologie che la fantasia del mercato ha espresso: mancando una rigida standardizzazione, il contratto di *swap* si presta agevolmente a conformarsi alle più disparate esigenze.

3.2 - VALUTAZIONE DI UNO SWAP

La valutazione di uno *swap* non è di facile determinazione: per operazioni di *swap* diverse dal *plain vanilla* occorre procedere ad una scomposizione nelle componenti elementari.

Il valore di un semplice *Interest Rate Swap* – scambio di tasso fisso contro variabile – risulta dipendente, oltre che dall'ammontare del nozionale sottostante e dal periodo di durata dell'operazione, dai tassi scambiati e dalle aspettative future dei mutamenti di mercato.

Possiamo, in prima approssimazione, distinguere in 4 *step* il procedimento di *pricing* di un semplice *swap plain vanilla*:

1° *step*: occorre disporre di una significativa curva dei rendimenti (*Yield Curve*), che esprima compiutamente i tassi di mercato per le varie scadenze. Questa può essere inferita dai prezzi dal mercato sui titoli di stato o dedotta dai prezzi di *zero-coupon bond*³: algoritmi assai complicati vengono utilizzati nei modelli matematici usualmente impiegati per ottenere una stima corretta – depurata dalle incertezze del rivestimento cedolare – dei diversi tassi espressi dal mercato per le distinte scadenze future; talune elaborazioni sono reperibili su Bloomberg. La curva dei rendimenti risulta di norma fisiologicamente crescente ma non è infrequente, con aspettative di stagnazione e/o recessione economica, una distribuzione dei tassi per scadenza piatta o negativa.

2° *step*: dalla curva dei rendimenti si possono ricavare stime corrette dei futuri tassi (*forward*) a breve ai quali occorre far riferimento per la determinazione dei flussi di pagamento della gamba variabile dello *swap*;

3° *step*: dai futuri tassi a breve è possibile ricavare i fattori di sconto che consentono di attualizzare i flussi futuri di cassa;

4° *step*: applicando i fattori di sconto ai flussi di cassa, costante e variabile, che costituiscono le due gambe dello *swap*, si ottiene, attraverso il saldo, il valore corrente dello *swap* stesso.

Detto valore potrà essere positivo, zero o negativo a seconda dei mutamenti intervenuti nella curva dei rendimenti, nel periodo di vita del contratto. Complessa e articolata è la misurazione della sensibilità di uno *swap* alle variazioni di mercato, fattore di non trascurabile rilevanza per una piena consapevolezza del rischio insito nello *swap* stesso. Per uno *swap plain vaill par*, con valore iniziale zero, senza alcun *up-front*, un'accentuazione della ripidità della curva dei rendimenti, conseguente ad aspettative di più elevati tassi futuri di interesse, comporterà oneri attesi più rilevanti per il contraente caricato della gamba variabile e, di riflesso un valore positivo dello *swap* per il contraente impegnato nel pagamento della gamba fissa. Viceversa, un contenimento delle aspettative di crescita dei tassi renderà più oneroso l'impegno assunto sul tasso fisso.

Per meglio illustrare i criteri di valutazione e le considerazioni finanziarie che accompagnano le scelte dello *swap*, si riportano alcune esemplificazioni pratiche, tratte dall'ampia casistica di *swap* collocati in questi ultimi anni.

1° Esempio pratico.

La Società Alfa ottiene la concessione di un mutuo speciale, finalizzato ad un particolare investimento, di € 1.550.000, da restituire in 4 anni secondo un piano di ammortamento a quota capitale costante e quota interessi variabile parametrata all'Euribor 3M.

³ L'impiego di zero-coupon bond, titoli privi di cedola, rende la stima più affidabile non essendo necessario effettuare alcuna assunzione di ipotesi per il reinvestimento delle cedole; per contro gli scambi di mercato su tali titoli possono risultare assai modesti rendendo i prezzi meno significativi.

Il 28/3/02 la Banca, per consentire alla Società Alfa di immunizzarsi dalla variabilità del tasso, proponeva un contratto di “Interest Rate Swap Amortizing”, con inizio il 30/6/02 e scadenza il 30/6/06, per nozionali decrescenti e scadenze pari a quelle previste nel piano di ammortamento.

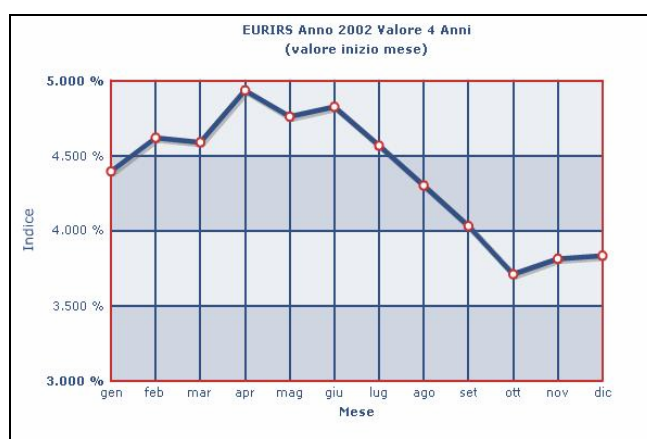
Il menzionato contratto swap prevedeva che, a partire dal 30/9/02, la Società Alfa avrebbe pagato, su base trimestrale, il tasso fisso del 5,35%, mentre la Banca avrebbe pagato, sulla medesima base, il tasso variabile Euribor 3M.

Date	Capitale Residuo
30/6/02	1.550.000
30/9/02	1.453.125
31/12/02	1.356.250
31/3/03	1259.375
30/6/03	1162.500
30/9/03	1065.625
31/12/03	968.750
31/3/04	871.875
30/6/04	775.000
30/9/04	678.125
31/12/04	581.250
31/3/05	484.375
30/6/05	387.500
30/9/05	290.625
31/12/05	193.750
31/3/06	96.875
30/6/06	0

1° CONTRATTO (INTEREST RATE SWAP AMORTIZING)

- ✓ Importo di riferimento (Nozionale): € 1.550.000 iniziali e successivamente:
- ✓ Data Inizio: 30 giugno 2002
- ✓ Scadenza Finale: 30 giugno 2006
- ✓ Periodo del Tasso Parametro: trimestrale a partire dal 30/9/2002
- ✓ Scadenza Periodica del Tasso Parametro: il 30/9, 31/12, 31/3 e 30/6 di ogni anno
- ✓ Banca paga: per tutto il periodo del contratto, l’Euribor a 3 Mesi
- ✓ Società Alfa paga: per tutto il periodo del contratto, il tasso fisso pari al 5,35%

Nel mese di marzo il tasso swap, per la durata di 4 anni, toccava il valore massimo dell’anno, pari a 4,89%.



Il tasso praticato dalla banca, pari al 5,35%, si discostava apprezzabilmente dal valore di mercato; lo spread applicato al prezzo di mercato, corrisponde ad una commissione di €21.387. Si perviene a tale valore ricavando dalla curva dei rendimenti espressa dal mercato, le stime dei futuri tassi a 3 Mesi e deducendo da questi il fattore di

sconto. Una volta calcolato, per il piano di ammortamento considerato, il flusso certo che la Società Alfa deve pagare e il flusso stimato che la Società Alfa riceverà dalla Banca, si potrà determinare il valore attuale dei due flussi, il cui saldo costituisce l'onere richiesto per il servizio prestato.

date di pagamento	capitale nozionale	fattore di sconto	tasso pagato	flusso pagato	flusso in v.att.	t.ricevuto (stima)	flusso ricevuto	flusso in v.att.
30-set-02	1.550.000,00	0,9817716	5,35%	21.652,64	21.257,95	3,67%	14.873,26	14.602,14
30-dic-02	1.453.125,00	0,97180817	5,35%	19.651,50	19.097,49	4,04%	14.829,24	14.411,18
31-mar-03	1.356.250,00	0,9610569	5,35%	18.341,40	17.627,13	4,41%	15.107,98	14.519,63
30-giu-03	1.259.375,00	0,94993998	5,35%	17.031,30	16.178,71	4,63%	14.736,84	13.999,11
30-set-03	1.162.500,00	0,93845935	5,35%	15.893,96	14.915,53	4,79%	14.244,71	13.368,08
30-dic-03	1.065.625,00	0,92703375	5,35%	14.411,10	13.359,57	4,89%	13.174,50	12.213,21
30-mar-04	968.750,00	0,91550983	5,35%	13.101,00	11.994,09	5,00%	12.251,28	11.216,17
30-giu-04	871.875,00	0,90390228	5,35%	11.920,47	10.774,94	5,05%	11.241,28	10.161,01
30-set-04	775.000,00	0,89228294	5,35%	10.595,97	9.454,61	5,12%	10.142,08	9.049,60
30-dic-04	678.125,00	0,8808047	5,35%	9.170,70	8.077,59	5,19%	8.889,52	7.829,93
30-mar-05	581.250,00	0,86938034	5,35%	7.774,22	6.758,75	5,29%	7.689,61	6.685,20
30-giu-05	484.375,00	0,85783094	5,35%	6.622,48	5.680,97	5,30%	6.561,95	5.629,05
30-set-05	387.500,00	0,8464012	5,35%	5.297,99	4.484,22	5,32%	5.269,20	4.459,85
30-dic-05	290.625,00	0,83505878	5,35%	3.930,30	3.282,03	5,41%	3.977,39	3.321,35
30-mar-06	193.750,00	0,82372005	5,35%	2.591,41	2.134,59	5,55%	2.688,79	2.214,81
30-giu-06	96.875,00	0,81255811	5,35%	1.324,50	1.076,23	5,41%	1.338,66	1.087,74
a debito					Totale stima flussi:		a credito	
					166.155		144.768	
Stima valore di mercato al 28/3/2002:								- 21.387

Il 14/5/03 l'Interest Rate Swap Amortizing veniva chiuso a solo un anno dall'inizio, "ristrutturando" un nuovo contratto, "Arrears Basis Swap", non più legato al finanziamento speciale.

Al 14/5/03, il tasso swap sui tre anni di vita residua del piano di ammortamento era di circa 2,7%. La chiusura del contratto avrebbe comportato una perdita di €63.450: anche in questa circostanza il valore di chiusura viene determinato ricavando dalla curva dei rendimenti di mercato, la stima dei futuri tassi variabili, il fattore di sconto conseguente e i valori attuali dei rispettivi flussi di cassa, a debito (fisso) e a credito (variabile) della Società Alfa.

date di pagamento	capitale nozionale	fattore di sconto	tasso pagato	flusso pagato	flusso in v.att.	t.ricevuto (stima)	flusso ricevuto	flusso in v.att.
30/06/2003	1.259.375	0,9967	5,35%	17.031	16.975	2,53%	8.041	8.015
30/09/2003	1.162.500	0,9910	5,35%	15.894	15.751	2,24%	6.665	6.605
31/12/2003	1.065.625	0,9857	5,35%	14.411	14.205	2,13%	5.741	5.659
31/03/2004	968.750	0,9804	5,35%	13.101	12.844	2,14%	5.238	5.135
30/06/2004	871.875	0,9749	5,35%	11.920	11.621	2,18%	4.857	4.735
30/09/2004	775.000	0,9692	5,35%	10.596	10.269	2,32%	4.585	4.444
31/12/2004	678.125	0,9631	5,35%	9.171	8.832	2,48%	4.249	4.092
31/03/2005	581.250	0,9567	5,35%	7.774	7.437	2,69%	3.909	3.739
30/06/2005	484.375	0,9497	5,35%	6.622	6.290	2,85%	3.532	3.354
30/09/2005	387.500	0,9425	5,35%	5.298	4.993	3,02%	2.993	2.821
31/12/2005	290.625	0,9350	5,35%	3.930	3.675	3,17%	2.326	2.175
31/03/2006	193.750	0,9272	5,35%	2.591	2.403	3,33%	1.615	1.498
30/06/2006	96.875	0,9191	5,35%	1.324	1.217	3,47%	859	789
a debito					Totale stima flussi:		a credito	
					116.512		53.062	
Stima valore di mercato al 14/5/2003:								- 63.450

Dell'importo di chiusura dell'Interest Rate Swap Amortizing nulla viene richiesto alla Società Alfa. Il costo di chiusura viene implicitamente finanziato con il nuovo contratto di Arrears Basis Swap, il quale, sin dall'inizio, prevede uno squilibrio degli impegni assunti dalla Società rispetto a quelli assunti dalla Banca – valutato ai prezzi di mercato pari a €107.915 – importo atto a coprire nel tempo il finanziamento

dell'estinzione del precedente swap, oltre alle nuove commissioni per l'operazione che risultano anch'esse implicite nella costruzione del nuovo swap.

Il nuovo contratto di swap, sganciato da specifiche forme di copertura, assume una chiara veste speculativa, con una sospinta aleatorietà estesa nell'importo e nella durata. Infatti, nell'Arrears Basis Swap è previsto un nozionale di €1,5 mil.ni, costante nel periodo di riferimento, che viene esteso, dal 2006 del precedente contratto, al 2008. Per rientrare dell'importo della precedente chiusura e delle commissioni, viene inoltre articolata una struttura degli impegni, per il quinquennio di riferimento, apprezzabilmente sfavorevole per la Società Alfa, soprattutto nell'ultimo triennio.

2° CONTRATTO (ARREARS BASIS SWAP)

✓ Importo di riferimento (Nozionale): € 1.500.000 per tutto il periodo.

✓ Data Inizio: 30 giugno 2003

✓ Scadenza Finale: 30 giugno 2008

Periodo I°

✓ Banca Beta paga: dal 30/6/2003 al 30/6/2004, trimestralmente l'Euribor 3 M;

✓ Società Alfa paga: dal 30/6/2003 al 30/6/2004, trimestralmente il t. fisso annuo del 2,75%;

Periodo II°

✓ Banca Beta paga: dal 30/6/2004 al 30/6/2005, trimestralmente l'Euribor 3 M;

✓ Società Alfa paga: dal 30/6/2004 al 30/6/2005, trimestralmente il t. fisso annuo del 3,5%;

Periodo III°

✓ Banca Beta paga: dal 30/6/2005 al 30/6/2008, semestralmente l'Euribor 6 M + 0,5

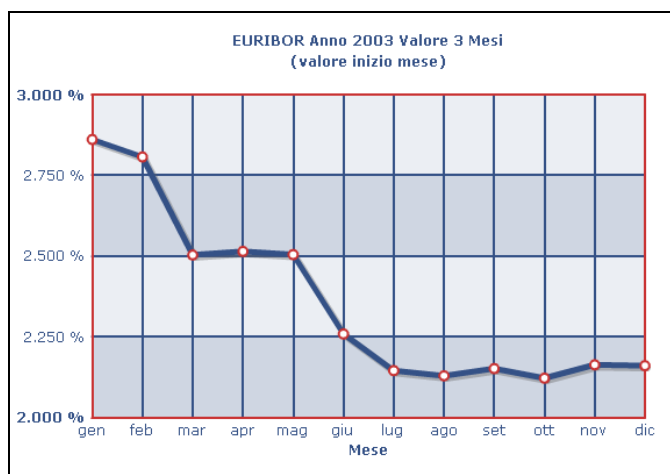
✓ Società Alfa paga: dal 30/6/2005 al 30/6/2008, annualmente l'Euribor 12 M x 1,5.

Alle condizioni vigenti sul mercato al 14/5/03 il contratto swap considerato, per essere in equilibrio finanziario avrebbe richiesto il pagamento di un up-front di € 107.915, importo ottenuto con il procedimento indicato, attualizzando i flussi futuri di cassa sulla base delle stime – per i parametri variabili che intervengono nel contratto – ottenute dalla curva dei rendimenti espressa al momento dal mercato.

date di pagamento	capitale nozionale	fattore di sconto	tasso pagato (*)	flusso a debito	flussi in v.att.	tassi fwd (stima)	flusso a credito	flussi in v.att.
30/09/2003	1.500.000,00	0,99099631	2,75%	10.541,67	10446,75272	2,24%	8.600,54	8.523,11
30/12/2003	1.500.000,00	0,98566854	2,75%	10.427,08	10277,64795	2,13%	8.080,99	7.965,17
30/03/2004	1.500.000,00	0,98035688	2,75%	10.427,08	10222,26285	2,14%	8.110,55	7.951,23
30/06/2004	1.500.000,00	0,97491368	2,75%	10.541,67	10277,21506	2,18%	8.356,34	8.146,71
30/09/2004	1.500.000,00	0,96916253	3,50%	13.416,67	13002,93063	2,32%	8.874,58	8.600,91
30/12/2004	1.500.000,00	0,96311073	3,50%	13.270,83	12781,28203	2,48%	9.398,88	9.052,16
30/03/2005	1.500.000,00	0,95667018	3,50%	13.125,00	12556,29612	2,69%	10.086,79	9.649,73
30/06/2005	1.500.000,00	0,94973993	3,50%	13.416,67	12742,34404	2,85%	10.937,71	10.387,98
30/12/2005	1.500.000,00	0,93497339				3,11%	27.504,85	25.716,30
30/06/2006	1.500.000,00	0,91908424	5,81%	88.397,36	81.244,62	3,43%	29.765,95	27.357,41
29/12/2006	1.500.000,00	0,90230577				3,68%	31.688,54	28.592,75
29/06/2007	1.500.000,00	0,88484818	6,46%	97.968,96	86.687,65	3,92%	33.509,79	29.651,07
31/12/2007	1.500.000,00	0,86658823				4,11%	35.534,59	30.793,86
30/06/2008	1.500.000,00	0,84811154	7,02%	107.385,18	91.074,61	4,32%	36.563,86	31.010,23
				a debito	Totale stima flussi:	a credito		
					351.313,62			243.398,63
Stima valore di mercato al 14/5/2003:								- 107.915

(*) prefissato fino al 30/6/2005, stimato oltre

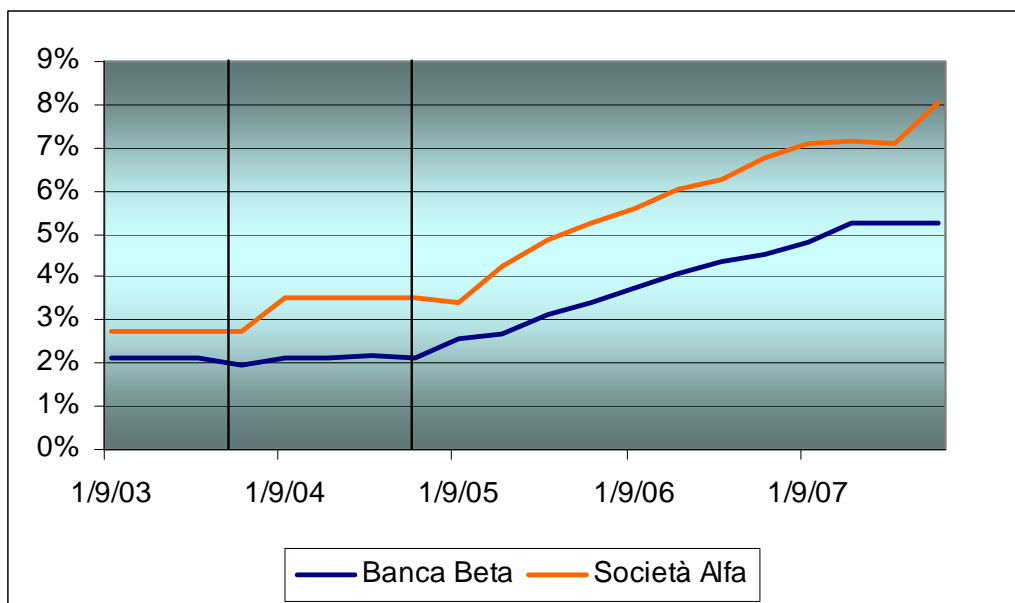
Già per il 1° periodo il tasso previsto a carico della Società, pari al 2,75%, risultava maggiore del tasso Euribor corrente.



Pertanto all'inizio la Società Alfa veniva a subire un esborso differenziale che si ragguagliava al termine del 1° periodo in €9.989. Nel 2° periodo l'onere posto a carico della Società aumentava al 3,50%: con valori dell'Euribor 3M intorno al 2%, l'esborso trimestrale si veniva a ragguagliare a €5.000.

Ma è soprattutto nel 3° periodo, degli ultimi tre anni, che l'aleatorietà si accresceva e l'onere della Società aumentava significativamente: mentre la Società era impegnata a pagare l'Euribor 12 M, aumentato del 50%, la Banca era, invece, impegnata a pagare l'Euribor 6 M + 0,50.

Come si evidenzia nel grafico qui di seguito riportato, il divario fra l'impegno della Società e quello della Banca risultava apprezzabilmente aumentato passando dal 1° al 2° periodo, ma soprattutto dal 2° al 3° periodo.



All'esborso di €23.546 relativo al 1° swap, sono seguiti esborsi crescenti nel 2° swap che hanno fatto ascendere la perdita complessiva a €178.498.

2° Esempio pratico.

Il 3/7/2003 la Società Alfa stipula con la Banca Beta un contratto di Sunrise Swap, che prevede uno scambio di flussi di cassa determinati secondo i seguenti termini e condizioni:

- ✓ Importo di riferimento (Nozionale): EUR 3.500.000,00
 - ✓ Data Inizio: 7 luglio 2003
 - ✓ Scadenza Finale: 7 luglio 2008
 - ✓ Periodo del Tasso Parametro: Trimestrale a partire dal 7/7/2003
 - ✓ Scadenza Periodica del Tasso Parametro: Il 7/1, 7/4, 7/7 e 7/10 di ogni anno
 - ✓ La Banca paga:
 - un Up Front di €. 266.700.
 - per tutto il periodo del contratto, l'Euribor a 3 Mesi
 - ✓ La Società Alfa paga:
 - dal 7/7/2003 al 7/7/2004: Euribor a 3M + 0,50%
 - dal 7/7/2004 al 7/7/2008:
 - se Euribor 3M ≤ 3,65%: Euribor 3M + 3,85% - 4*(CMS30Y - CMS10Y - 0,2250%)
 - se Euribor 3M > 3,65% e ≤ 6%: 7,5% - 4*(CMS30Y - CMS10Y - 0,2250%)
 - se Euribor 3M > 6%: 4,5% - 4*(CMS30Y - CMS10Y - 0,2250%)
- dove : CMS 30 Y è il tasso Interest Rate Swap a 30 anni;

CMS 10 Y è il tasso Interest Rate Swap a 10 anni.

✓ La Società riceve: € 266.700 (valuta 7/7/03).

Il Sunrise Swap posto in essere viene sostanzialmente a configurare un finanziamento, dato dall'Up-front di € 266.700, a fronte del quale è previsto un rimborso aleatorio dato dalla differenza algebrica fra l'impegno a pagare e il diritto a riscuotere.

Evento aleatorio	Saldo algebrico a carico della Società Alfa (riferito al capitale nozionale di €3.500.000)	
	Trimestri 7/7/03 - 04	Trimestri 7/7/04 - 08
Se Euribor 3M <= 3,65%	0,50%	3,85% -4*(CMS 30Y - CMS 10Y -0,225%)
Se Euribor 3M > 3,65% e <=6%	0,50%	7,5% -4*(CMS 30Y - CMS 10Y -0,225%)-Euribor 3M
Se Euribor 3M > 6%	0,50%	4,5% -4*(CMS 30Y - CMS 10Y -0,225%)-Euribor 3M

Considerato che al 3/7/03 l'Euribor a 3 mesi era pari al 2,14% e il fattore $K = [4x (CMS30Y - CMS10Y - 0,225\%)]$ era pari a 2,39%, ad invarianza delle condizioni di mercato (bocce ferme), la Società Alfa si assumeva l'impegno ad effettuare, per i cinque anni del contratto, i pagamenti previsti dal piano qui di seguito riportato.

Pay Off Sunrise Swap (invarianza delle condizioni iniziali)

Periodo	Tassi Euribor 3m	K = 4 x (CMS30y - CMS10y - 0.225)	flussi Banca	Flussi Società Alfa	Differenziale
07/07/2003					
07/10/2003	2,14%	2,39%	19.141	23.613	- 4.472
07/01/2004	2,14%	2,39%	19.141	23.613	- 4.472
07/04/2004	2,14%	2,39%	18.933	23.357	- 4.424
07/07/2004	2,14%	2,39%	18.933	23.357	- 4.424
07/10/2004	2,14%	2,39%	19.141	32.200	- 13.059
07/01/2005	2,14%	2,39%	19.141	32.200	- 13.059
07/04/2005	2,14%	2,39%	18.725	31.500	- 12.775
07/07/2005	2,14%	2,39%	18.933	31.850	- 12.917
07/10/2005	2,14%	2,39%	19.141	32.200	- 13.059
07/01/2006	2,14%	2,39%	19.141	32.200	- 13.059
07/04/2006	2,14%	2,39%	18.725	31.500	- 12.775
07/07/2006	2,14%	2,39%	18.933	31.850	- 12.917
07/10/2006	2,14%	2,39%	19.141	32.200	- 13.059
07/01/2007	2,14%	2,39%	19.141	32.200	- 13.059
07/04/2007	2,14%	2,39%	18.725	31.500	- 12.775
07/07/2007	2,14%	2,39%	18.933	31.850	- 12.917
07/10/2007	2,14%	2,39%	19.141	32.200	- 13.059
07/01/2008	2,14%	2,39%	19.141	32.200	- 13.059
07/04/2008	2,14%	2,39%	18.933	31.850	- 12.917
07/07/2008	2,14%	2,39%	18.933	31.850	- 12.917
Totale			380.118	605.290	- 225.173

Come si rileva, nell'evenienza considerata, l'onere complessivo apparente, che risultava assunto dalla Società Alfa, ammontava, nell'arco del quinquennio, a € 225.000, inferiore all'up-front ricevuto. Tuttavia il pricing del Sunrise Swap – che prezzava correttamente la notevole volatilità del fattore K - era al 3/7/03 pari a € 304.000, contro l'up-front di €266.700 riconosciuto alla Società.

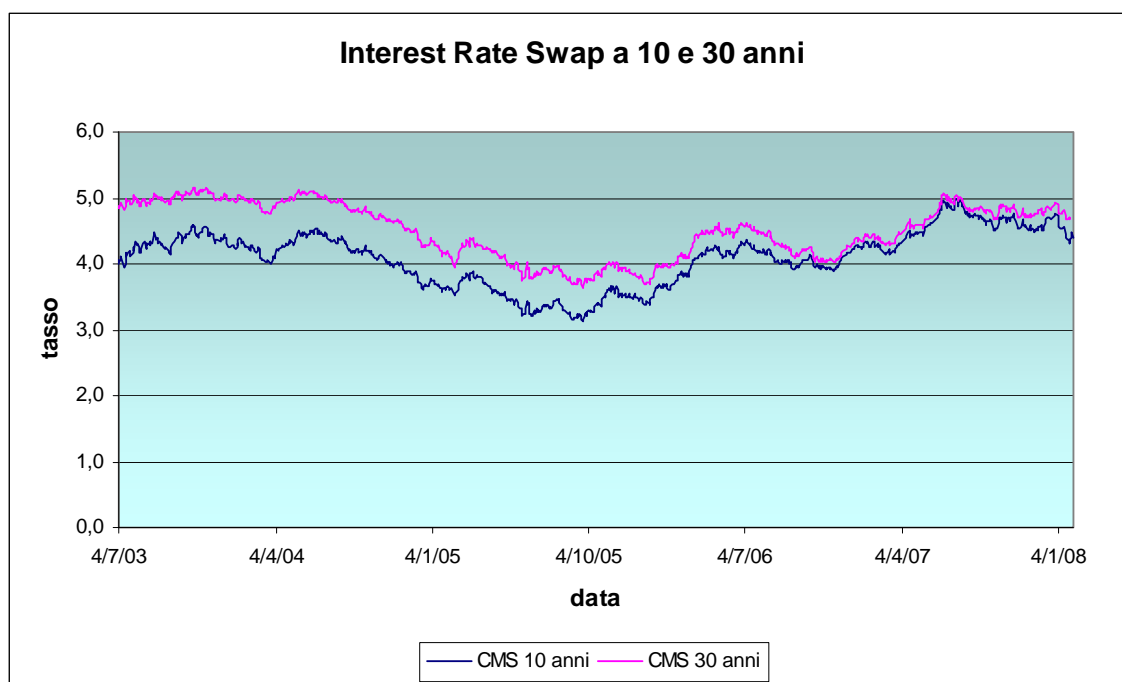
Il piano di ammortamento che discendeva dal saldo algebrico degli impegni assunti prevedeva un primo anno (pre-ammortamento), nel quale la società pagava lo 0,50% del nozionale (€3,5 mil.ni), cioè €17.562, pari al 6,56% dell'Up-front ricevuto (€ 266.700), e nei rimanenti 4 anni, veniva a pagare una rata di ammortamento apprezzabilmente aleatoria nel tasso e, di riflesso, nell'importo.

Il contratto di Sunrise Swap, nella peculiarità della sua architettura, non svolgeva alcuna funzione di copertura, non trovando l'alea assunta alcun bilanciamento nell'attività imprenditoriale della Società; la protezione risultava assai marginale e ristretta ad eventualità probabilisticamente estreme.

Nel corso del primo anno del quinquennio, nella sostanza finanziaria non aveva luogo alcun swap, cioè scambio di tassi: infatti, la banca pagava l'Euribor e riceveva l'Euribor + 0,50%, cioè, più semplicemente, riceveva lo 0,50%. Anche nei quattro anni successivi, lo scambio dei tassi era previsto solo in eventualità assai estreme: infatti, con un tasso corrente dell'Euribor del 2,14%, la prima eventualità – “Euribor a 3 mesi \leq 3,65%” - risultava probabilisticamente assorbente rispetto alle altre due che prevedevano un Euribor maggiore di 3,65%. Pertanto con l'Euribor \leq 3,65%, - eventualità che si è poi realizzata sino alla chiusura anticipata - l'Euribor pagato dalla banca si è compensato con l'Euribor pagato dalla Società, così che non si è realizzato alcun swap, cioè scambio di tasso, e quest'ultima ha, più semplicemente, pagato l'importo corrispondente a: 3,85% - K (funzione della differenza CMS30Y – CMS10Y).

In tale circostanze è evidente che l'operazione, al di là della formula dello swap, configura un finanziamento indicizzato, con un anno di pre-ammortamento ed un'annessa opzione, per l'eventualità di un Euribor $>$ 3,65%, all'epoca di scarso rilievo economico.

Al 3/7/03, come menzionato, l'Euribor a 3 mesi era pari al 2,14% e il fattore $K = [4x (CMS30Y - CMS10Y - 0,225\%)]$ era pari a 2,39%. Solo per valori dell'Euribor superiori al 5% la Società avrebbe cominciato a conseguire concreti benefici: per contro una riduzione del differenziale dei tassi, a 30 e 10 anni, avrebbe indotto un appesantimento degli oneri posti a carico della Società. Mentre il primo aspetto, su un arco di cinque anni, risultava all'epoca di scarso apprezzamento, il differenziale dei tassi costituiva una peculiarità assai significativa, che prescindeva da una semplice copertura dal rialzo dei tassi nel periodo interessato dal contratto.



Nell'arco dei primi due anni non si è verificato alcun incremento dell'Euribor, mentre le modifiche nelle aspettative sui tassi a più lungo termine – intervenute fra la data di apertura del contratto e quella di chiusura anticipata – hanno determinato una riduzione del menzionato differenziale, che ha inciso apprezzabilmente sui flussi a debito della Società Alfa e sull'importo che si è reso necessario pagare per la chiusura del contratto stesso. Nell'arco di quasi due anni l'onere per la Società Alfa si è ragguagliato al 30% in ragione d'anno.

Pay Off Sunrise Swap						
Periodo	Tassi Euribor 3m	flussi Banca	Tasso Società Alfa	K	Flussi Società Alfa	Differenziale
07/07/2003		266.700				266.700
07/10/2003	2,14%	19.159	2,64%		23.631	- 4.472
07/01/2004	2,13%	19.025	2,63%		23.497	- 4.472
07/04/2004	2,11%	18.703	2,61%		23.127	- 4.424
07/07/2004	2,05%	18.172	2,55%		22.596	- 4.424
07/10/2004	2,11%	18.909	4,46%	1,51%	39.856	- 20.947
07/01/2005	2,15%	19.222	4,56%	1,44%	40.778	- 21.556
07/04/2005	2,15%	18.821	4,84%	1,16%	42.324	- 23.503
21/04/2005					334.500	- 334.500

Nel marzo del '05 il contratto viene rescisso con un addebito per la Società di € 360.500.

Per la valutazione del pricing di chiusura occorre far riferimento al valore attuale dei flussi di cassa (pay off) utilizzando, per la determinazione dei tassi futuri (forward), la struttura dei tassi di rendimento (Yield Curve) espressa dal mercato.

Da tale elaborazione si perviene ai seguenti valori teorici dei tassi in parola:

DATE	Tassi Forward Euribor 3m	Tassi Forward CMS 30y	Tassi Forward CMS 10y
07/04/2005	2,151	4,172	3,616
07/07/2005	2,148	4,200	3,677
07/10/2005	2,222	4,238	3,745
07/01/2006	2,340	4,277	3,813
07/04/2006	2,450	4,315	3,880
07/07/2006	2,594	4,351	3,941
07/10/2006	2,727	4,385	3,999
07/01/2007	2,863	4,419	4,056
07/04/2007	2,930	4,451	4,109
07/07/2007	3,015	4,483	4,160
07/10/2007	3,091	4,512	4,207
07/01/2008	3,182	4,541	4,254
07/04/2008	3,225	4,569	4,299
07/07/2008	3,301	4,595	4,341

Come si può rilevare il tasso forward per l'Euribor a 3 mesi si manteneva apprezzabilmente al di sotto del 3,65% - soglia al di sopra della quale la Società Alfa avrebbe dovuto pagare un tasso pari a 7,50% - K – e marcatamente al di sotto del 6% - soglia oltre la quale il tasso per la Società sarebbe passato al 4,50% - K.

In una prima approssimazione, pertanto, si è determinato il pay off sulla base del primo evento (Euribor 3 mesi \leq 3,65%), che conduce ad un pagamento, da parte della Società di un tasso pari a: Euribor 3 mesi + 3,85% - K. A questo si è poi aggiunto l'opzione per la copertura degli altri due eventi che, come si è visto, risultavano significativamente improbabili.

Date	K = 4 x (CMS30y - CMS10y 0.225)	Tasso Banca (Euribor 3 m)	Tasso Società Alfa (Euribor 3m + 3,85% - K)	Differenziale
07/04/2005	1,326	2,151	4,675	-2,524
07/07/2005	1,190	2,148	4,809	-2,660
07/10/2005	1,071	2,222	5,002	-2,779
07/01/2006	0,956	2,340	5,234	-2,894
07/04/2006	0,840	2,450	5,460	-3,010
07/07/2006	0,740	2,594	5,704	-3,110
07/10/2006	0,645	2,727	5,932	-3,205
07/01/2007	0,553	2,863	6,161	-3,297
07/04/2007	0,470	2,930	6,311	-3,380
07/07/2007	0,389	3,015	6,477	-3,461
07/10/2007	0,318	3,091	6,623	-3,532
07/01/2008	0,247	3,182	6,785	-3,603
07/04/2008	0,179	3,225	6,896	-3,671
07/07/2008	0,117	3,301	7,034	-3,733

Sulla base dell'importo di riferimento (€3,5 mil.ni) si è determinata la stima dei flussi a debito della società Alfa alle distinte scadenze e, attualizzando tali flussi, si è ottenuto il valore di chiusura del contratto swap senza le opzioni, pari a €380.034.

Data	Importo di riferimento	Differenziale	FLUSSI STIMATI	FLUSSI STIMATI ATTUALIZZATI	Fattori di Attualizzazione
			- 397.820	- 380.034	
07/04/2005	3.500.000	-2,52	- 22.088	- 22.084	99,98%
07/07/2005	3.500.000	-2,66	- 23.534	- 23.402	99,44%
07/10/2005	3.500.000	-2,78	- 24.859	- 24.577	98,87%
07/01/2006	3.500.000	-2,89	- 26.447	- 25.987	98,26%
07/04/2006	3.500.000	-3,01	- 25.751	- 25.151	97,67%
07/07/2006	3.500.000	-3,11	- 27.519	- 26.701	97,03%
07/10/2006	3.500.000	-3,21	- 29.294	- 28.222	96,34%
07/01/2007	3.500.000	-3,30	- 29.173	- 27.902	95,64%
07/04/2007	3.500.000	-3,38	- 30.234	- 28.699	94,93%
07/07/2007	3.500.000	-3,46	- 30.285	- 28.532	94,21%
07/10/2007	3.500.000	-3,53	- 31.252	- 29.215	93,48%
07/01/2008	3.500.000	-3,60	- 31.877	- 29.560	92,73%
07/04/2008	3.500.000	-3,67	- 32.480	- 29.875	91,98%
07/07/2008	3.500.000	-3,73	- 33.028	- 30.127	91,22%

Sottraendo a tale importo il valore dell'opzione relativo ai due eventi sopra menzionati, stimato in € 20.000, sulla base della volatilità storica dell'Euribor, si perviene al pricing di chiusura dell'operazione.

4 - I DERIVATI: SVILUPPI RECENTI.

Da più parti si è frequentemente sottolineato l'apprezzabile contributo che i derivati inducono nel funzionamento dei mercati. Diffusi approfondimenti teorici hanno fatto ritenere che i derivati, anche quando siano impiegati con finalità speculative o di arbitraggio, contribuiscono ad elevare l'efficienza del mercato, creando collegamenti fra il mercato a pronti e quello a termine, accrescendo la significatività dei prezzi, la liquidità del mercato, riducendo i costi di transazione e consentendo una migliore gestione del rischio, con significativi effetti di stabilità dei mercati e dei prezzi.

Non è mancata tuttavia la puntuale e circostanziata denuncia dei rischi impliciti in tali prodotti, in presenza di modalità e dimensioni che assumono forme di patologia: la formazione di abnormi transazioni su derivati a termine, con finalità speculative, che sopravanzano ampiamente il volume del sottostante trattato a pronti può innescare repentini movimenti dei prezzi che destabilizzano il mercato, sia quello a termine che quello a pronti, in un circolo perverso che si autoalimenta, amplificando oltre misura movimenti ascendenti o discendenti.

Le più recenti vicende hanno mostrato che il mercato dei derivati, se non ricondotto a rapporti dimensionali funzionali al mercato sottostante, se non opportunamente regolamentato e presidiato da strutture di monitoraggio, controllo e

garanzia, è suscettibile di innescare crisi finanziarie a catena, con pesanti ripercussioni sul mercato reale e sullo stesso sviluppo economico.

I rischi di destabilizzazione risultano più marcati per i mercati OTC (Over The Counter), nei quali gli strumenti derivati trattati risultano meno standardizzati, meno liquidi e privi di un organismo che ne garantisca la transazione e quindi tuteli il rischio di controparte.

Per alcune forme di derivati, quali *futures* e opzioni si è sviluppata una progressiva standardizzazione, che ne ha reso possibile la negoziazione in mercati regolamentati e trasparenti. Per tali derivati, si interpone frequentemente, fra acquirente e venditore, una Clearing House (Cassa di Compensazione e Garanzia per il mercato italiano) che, oltre ad assicurare l'anonimato, garantisce il buon fine dell'operazione, annullando in tal modo il rischio di controparte. In tali mercati, la Clearing House, in caso di inadempimento di una parte, si sostituisce nei suoi obblighi e garantisce l'esecuzione dell'operazione. Ciò viene reso possibile attraverso l'impiego del sistema di marginatura: all'atto dell'operazione entrambe le parti versano alla Clearing House un margine iniziale, proporzionale alla volatilità dell'operazione stessa, a garanzia dell'operazione stessa, e tale margine viene giornalmente adeguato in funzione della variazione del prezzo. In tal modo, con il versamento/prelievo giornaliero delle perdite e profitti maturati, si presidia il rischio di inadempimento. Nei momenti di maggiore tensione dei prezzi e di amplificazione della volatilità la marginatura si accresce temperando le spinte speculative: lo stesso organo di controllo e garanzia, laddove necessario, può intervenire elevando la percentuale di marginatura richiesta nelle transazioni.

Altri derivati, come le varie forme di *swap*, si prestano meno ad una standardizzazione, tipica dei mercati regolamentati, e risultano, di fatto, prevalentemente scambiati nell'OTC secondo generali principi e regole di comportamento stabiliti da organizzazioni di operatori nazionali ed internazionali: in tali mercati, le difficoltà di rilevazione delle operazioni e delle esposizioni rendono ardua la valutazione stessa delle dimensioni delle transazioni.

Lo *swap*, lo strumento derivato più diffuso, è trattato – nella sua forma base – sui mercati O.T.C., come tasso fisso, quotato per le varie scadenze da 1 a 30 anni, contro l'Euribor per l'Euro e il Libor per le altre valute.

Per la parte prevalente dei prodotti derivati trattati sull'OTC, il basso livello di standardizzazione e le difficoltà di trasferimento dei contratti fra soggetti diversi dalle controparti iniziali rende assai più vischioso e poco trasparente il mercato: lo stesso *pricing* del contratto può risultare particolarmente complesso in funzione dell'articolazione delle clausole in esso previste. Tali aspetti, congiuntamente all'assenza di una controparte centrale che assuma il buon esito dell'operazione, privano il mercato dei derivati OTC di un meccanismo di trasparente valorizzazione giornaliera. Il mercato è rimasto affidato a regolamentazioni riposte nella prassi comportamentale e nelle *soft law* dettate dai menzionati organismi associativi degli operatori di mercato.

Il mercato dei derivati ha incontrato negli ultimi anni una crescita “abnorme”, a livello mondiale e ancor più a livello nazionale, che si è accompagnata all’introduzione di tali prodotti finanziari nei portafogli di medio-piccole imprese e di risparmiatori.

Buona parte del mercato dei derivati ha riguardato *swap* relativi principalmente a tassi di interesse e, in misura inferiore ma non trascurabile, cambi, indici, merci e altre tipologie. Per tali contratti, ai rischi di controparte, si aggiungono i rischi legali, relativi ai contratti posti in essere, e i rischi operativi, che possono insorgere a seguito dell’inadeguatezza delle procedure e dei sistemi informativi. Aspetto inoltre non trascurabile è rappresentato dal fatto che tali rischi risultano concentrati su un numero limitato di intermediari finanziari, dotati dei requisiti professionali e organizzativi che si rendono necessari per operare attivamente in tali mercati.

La dimensione assunta dai derivati nel portafoglio degli intermediari finanziari, nei principali mercati mondiali, ha assunto spesso valori multipli del Prodotto Interno del Paese⁴. I fitti intrecci di rapporti fra gli intermediari e gli stretti collegamenti fra i mercati comportano che l’insolvenza di un operatore si riflette con immediatezza sugli altri operatori che, a loro volta, si vengono a trovare in difficoltà nel rispettare gli impegni assunti, in una perversa spirale che si diffonde nel mercato, inducendo rischi sistemici globali che, con le dimensioni assunte dalle transazioni, vengono a sortire un effetto domino difficilmente arginabile, ribaltando immediate e diffuse ripercussioni sulle economie reali di tutti i paesi.

La crisi finanziaria mondiale a cui abbiamo assistito nella seconda parte del 2008 e che ha coinvolto intermediari finanziari, investitori istituzionali e privati risparmiatori di tutto il mondo, si è alimentata e sviluppata soprattutto per il tramite di strumenti finanziari derivati, in particolare *swap*⁵. Presumibilmente buona parte delle insolvenze insorte in primari intermediari finanziari si sarebbero evitate se i CDS (*Credit Default Swap*)⁶, il cui ruolo è stato determinante nella debacle del 2008, avessero potuto giovare di un mercato con Clearing House e versamento dei margini di garanzia correlati ai rischi dei prodotti finanziari.

⁴ Le rilevazioni statistiche si riferiscono spesso al valore nozionale del sottostante, mentre il rischio effettivamente assunto dagli operatori in derivati è solo una frazione, per altro modesta, del nozionale. Tuttavia gli importi trattati sono di dimensione tale da destare preoccupazioni, ragguagliandosi a vari multipli (7,3 volte nel '04) del Prodotto Interno Lordo dei principali Paesi interessati.

⁵ L’ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) ha stimato in \$ 26.000 mil.di l’ammontare dei derivati di credito nel 2006, cresciuti del 109% nell’anno. Ben più rilevante è l’ammontare del mercato mondiale dei *Swap* (tassi e cambi), che ha raggiunto l’importo di \$ 250.000 mil.di. Anche per l’Italia il fenomeno assume dimensioni non trascurabili: la Banca d’Italia ha stimato per il 2006 in \$ € 7.800 mil.di l’ammontare nozionale dei derivati ed un relativo rischio valutato in circa € 180 mil.di: i valori sono tuttavia sottostimati sfuggendo al censimento l’entità non trascurabile delle operazioni poste in essere da residenti con operatori esteri.

⁶ I *Credit Default Swap* sono contratti nei quali un soggetto, interessato ad acquisire una protezione, a fronte di pagamenti periodici effettuati ad una controparte, si protegge dal rischio di credito associato ad un determinato sottostante, che può essere costituito da una specifica obbligazione o da un intero portafoglio di strumenti finanziari.

L'assenza di forme concertate di regolamentazione internazionale, la scarsa percezione del rischio di controparte e il diffuso ricorso ai derivati quale forme di impiego a più spiccata valenza speculativa ha determinato, nel breve volgere di pochi anni, una dimensione del mercato patologica, abnorme, al di fuori di ogni logica funzionale ad un equilibrato sviluppo economico: il valore nozionale ha ampiamente superato l'ammontare del mercato sottostante, condizionandone il funzionamento, l'equilibrio, la stabilità e, in definitiva, lo sviluppo.

Gli accordi di Basilea 2 hanno mostrato i loro limiti: anche banche in regola con i parametri hanno subito pesanti riflessi dalle vicende ultime; in particolare il sistema dei rating, sul quale si fonda negli accordi la capitalizzazione delle banche, è stato completamente sfiduciato dagli eventi di mercato.

Le ceneri dei *Credit Default Swap*, dissoltesi rapidamente nell'arco di pochi mesi, dispiegheranno a lungo i loro effetti nella fiducia riposta nei mercati, nelle istituzioni preposte al loro funzionamento e controllo e, più in generale, nello stesso modello di sviluppo capitalistico.

5 - IL COLLOCAMENTO DEI DERIVATI PRESSO IMPRESE ED ENTI LOCALI.

Come menzionato, l'elevato indebitamento a breve e a tasso variabile delle imprese medio-piccole, unitamente ai rischi di un innalzamento dei tassi, ha alimentato nei primi anni '00 una richiesta di strumenti derivati di copertura. A questa prima fase, più consona alle esigenze finanziarie delle imprese, è seguita una seconda fase nella quale l'offerta da parte degli intermediari finanziari di derivati alle imprese si è arricchita di forme sofisticate, nelle quali la componente di copertura veniva in parte soppiantata da una componente speculativa, avulsa da ogni esigenza finanziaria riconducibile all'attività imprenditoriale, sostanzialmente priva di valida causa: frequentemente il nuovo prodotto contemplava un aumento del nozionale sottostante e l'allungamento della scadenza. Il cospicuo costo di "ristrutturazione" rimaneva celato nell'*up-front* di finanziamento implicito nell'asimmetrica struttura probabilistica del nuovo *swap*, che rinviava, accentuandola, la perdita ad una data futura.

Per tali prodotti, all'imprenditore medio-piccolo – sprovvisto di professionalità, conoscenza, *expertise* e strumentazione – in assenza di un mercato trasparente e regolamentato, è risultata preclusa ogni forma di trasparenza, di misurazione del rischio e di consapevolezza degli oneri che venivano assumendo: nell'aderire a tali offerte, si realizzava, di fatto, un sostanziale affidamento all'*expertise* dell'intermediario, di estensione analoga, se non superiore, a quella prevista per le gestioni patrimoniali.

Il bacino degli operatori presso i quali collocare i prodotti derivati, è stato poi esteso dalle piccole e medie imprese agli Enti locali⁷, di piccola e grande dimensione.

⁷ E' modesto, seppur non trascurabile, il coinvolgimento diretto degli investitori retail, per i quali più esteso risulta invece l'impiego in strumenti strutturati che implicano l'assunzione di derivati.

Già dal 1994 (legge 23/12/94, n. 724⁸) gli Enti locali, per le loro occorrenze finanziarie, erano stati affrancati dalla dipendenza dalla Cassa Depositi e Prestiti, che per lungo tempo aveva avuto un rapporto esclusivo di erogatore di credito a Regioni, Province, Enti e Comuni.

Il ricorso all'indebitamento da parte degli Enti locali viene successivamente a trovare regolamentazione nell'art. 202 del Testo Unico sugli Enti locali (T.U.E.L.), D. Lgs. n. 267 del 2000, stabilendo che *“il ricorso all'indebitamento da parte degli Enti locali è ammesso esclusivamente nelle forme previste dalle leggi vigenti in materia e per la realizzazione degli investimenti.”*⁹.

Con la riforma costituzionale del '01 (legge cost. 18/10/01, n. 3), il legislatore prevede esplicitamente l'autonomia finanziaria degli Enti pubblici territoriali, stabilendo tuttavia, con il nuovo art. 119 della Costituzione, che gli stessi *“possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento”*. Viene in tal modo stabilito il principio che agli oneri posti a carico delle future generazioni corrisponda un incremento del patrimonio costituito da opere utilizzabili anche da tali generazioni.

Viene in tal modo ampliata la flessibilità e autonomia nella gestione degli Enti locali, seppur in un contesto di più stringenti vincoli di spesa, dettati dalla necessità di rispettare il Patto di Stabilità, e di riduzione dei trasferimenti dall'amministrazione centrale: la crisi di liquidità che ne è conseguita, particolarmente avvertita dai Comuni medio-piccoli, ha sospinto questi ultimi – tra i meno qualificati ed attrezzati in termini di *expertise* finanziaria – a ricercare soluzioni di finanziamento nelle innovazioni e nelle aperture operative consentite dalle disposizioni normative.

Con la legge 28/12/01 n. 488 si è reso esplicito un accesso diretto al mercato dei capitali e una gestione attiva degli indebitamenti degli Enti territoriali. Nell'art. 41 della legge e nel successivo Decreto attuativo 1/12/03, n. 389, con un espresso riferimento a strumenti finanziari derivati, si autorizzano gli Enti territoriali ad impiegare strumenti derivati sia per la rimodulazione degli impegni connessi alle emissioni *bullet* (rimborso in unica soluzione alla scadenza), sia per una gestione attiva del debito in essere. Le menzionate norme lasciano agli Enti territoriali ampie possibilità di utilizzo di derivati, di *interest rate swap* volti a consentire il passaggio dal tasso fisso al tasso variabile e viceversa, *forward rate agreement*, *interest rate cap* e *interest rate collar*, ed altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito. Non vengono consentite operazioni derivate che presentino un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, per evitare un eccessivo carico degli oneri sui futuri anni, ma tuttavia si consente *“un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore a 1% del nozionale delle sottostanti passività”*. Con riferimento ad eventuali ristrutturazioni del debito, viene inoltre

⁸ Il Regolamento di attuazione (D.M. 5/7/96, n. 420) introduceva, per la prima volta, il ricorso ai derivati come copertura obbligatoria del rischio di cambio nei casi di emissioni in valuta.

⁹ Il Testo Unico sull'ordinamento degli enti locali non contiene previsioni espresse sull'impiego degli strumenti derivati ma nemmeno ne vieta l'utilizzo, mentre invece riconosce agli enti autonomia finanziaria.

concessa la possibilità di rinegoziare i derivati originariamente sottoscritti per adeguarli alle caratteristiche della nuova struttura del debito.

L'attenzione della normativa è rivolta ad evitare che l'attività di gestione venga surrettiziamente impiegata per far fronte ad esigenze di spese correnti e/o per traslare al futuro gli oneri dell'indebitamento. Presumibilmente anche in considerazioni delle significative difficoltà finanziarie nelle quali si trovavano gli Enti territoriali, vengono consentiti, nelle operazioni su derivati, margini di *cash*, seppur limitati, con il D.M. 389/03, all'1% delle sottostanti passività negoziate.

Necessariamente la presenza dell'*up-front* negli *swap* – sovente stabilito, per i contratti conclusi prima del '03, in misura superiore all'1% del nozionale – viene ad essere bilanciata finanziariamente, nei termini contrattuali, da uno spread caricato sul tasso variabile e/o da tassi *cap* e *floor* più onerosi per l'Ente locale. Sostanzialmente l'*up-front* viene a costituire una forma di finanziamento il cui rimborso è distribuito nel tempo, tramite la maggiorazione nei singoli pagamenti periodici e/o tramite la maggiorazione dei tassi posti a carico dell'Ente al raggiungimento delle barriere inferiore e superiore nei *collar swap*.

Le generiche previsioni normative sopra illustrate hanno favorito l'utilizzo degli strumenti derivati in deroga all'art. 119 della Costituzione, che impone agli Enti territoriali l'obbligo di ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento. In un primo tempo non si è infatti ritenuto che l'*up-front* costituisse una forma di indebitamento, assimilandolo ad un'anticipazione dei futuri flussi di risparmio dell'operazione (Corte dei Conti, Sez. Giur., sentenza 2376/06); successivamente la Corte dei Conti ha assunto una chiara posizione sulla natura di indebitamento¹⁰ dell'*up-*

¹⁰ Nell'intervento della Corte dei Conti, Sezioni riunite, del 18 febbraio '09, presso la 6° Commissione Finanze, sull'Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata, si riporta: *"In numerosi contratti risulta previsto che l'operatore finanziario versi all'ente pubblico un importo, quale anticipazione attualizzata degli interessi in seguito dovuti all'ente pubblico (le verifiche compiute mettono in luce che nella maggior parte dei casi i limiti posti dalle discipline vigenti sono stati rispettati). Tuttavia, occorre rilevare che la previsione dell'erogazione di tale importo che, se non integralmente, per lo meno in parte dovrà essere restituito all'operatore finanziario in sede di regolazione dei rispettivi flussi configura un finanziamento all'ente che, pertanto, sia nell'utilizzo che nella classificazione in bilancio deve tenere conto del disposto dell'art. 119 Cost.*

Si tratta di una forma di indebitamento la cui regolazione è demandata ad elementi futuri, incerti nella loro dimensione finanziaria, che, comunque, dovranno essere tenuti presenti al momento di allocare in bilancio i proventi derivanti da eventuali plusvalenze. Pertanto, questo importo non può essere utilizzato per finanziare la spesa corrente ma solo per quella di investimento, peraltro previa costituzione di un apposito fondo per far fronte agli eventuali pagamenti che l'ente potrebbe essere tenuto ad effettuare in favore dell'intermediario finanziario, ove la situazione dei tassi evolvesse negativamente per l'ente.

A questo proposito, in più occasioni, la Corte dei Conti ha rilevato che l'Up-Front deve essere ricondotto ad "...una di quelle forme di ricorso al mercato finanziario previste dall'art. 199, lett. g), del T.U. 267/2000 a sostegno degli investimenti, la quale richiede il rispetto delle medesime condizioni e vincoli stabiliti per ogni forma di ricorso a indebitamento", dovendosi escludere la destinazione del relativo importo a copertura di spese correnti. In particolare, è stato rilevato che l'anticipazione, anche se limitata all'1% del nozionale, "non manca di destare perplessità; la quale, non tanto intende appuntarsi sui contratti swap precedenti la circolare del maggio scorso, anche se, va pur detto, gli Up-Front hanno

front, non utilizzabile conseguentemente per fronteggiare spese correnti. Soltanto con l'art. 62 della legge 133/08, sostituito dall'art. 3 della legge finanziaria del '09, l'*up-front* viene ad essere qualificato come forma di indebitamento e viene sanzionato il suo impiego per la copertura di spese correnti.

L'ampio ricorso degli Enti locali ad emissioni sui mercati internazionali di obbligazioni *bullet*, con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, si è accompagnato con l'obbligo di distribuire uniformemente fra gli esercizi l'onere del debito, attraverso la costituzione di fondi ammortamenti (*sinking fund*) o, alternativamente, per il tramite di *amortizing swap*, che consentono all'Ente locale di versare periodicamente flussi finanziari in luogo dell'unico pagamento finale.

Gli Enti locali sono così risultati coinvolti, nel breve volgere di pochi anni, in una porzione del mercato finanziario tra le più complesse e sofisticate: se da un lato il ricorso ai derivati ha consentito agli Enti locali di beneficiare, nell'immediato, della riduzione dei tassi intervenuta sul mercato finanziario e di acquisire liquidità attraverso l'*up-front*, dall'altro li ha posti in una situazione di rischio suscettibile di produrre perdite di apprezzabile dimensione.

Senza un'adeguata esperienza e professionalità, gli Enti locali si sono spesso affidati, anche per il servizio di consulenza, agli stessi intermediari bancari proponenti i prodotti *swap*, che, in un palese conflitto di interesse, hanno da un lato – con la dichiarazione di “operatore qualificato” – disattivato tutte le norme previste dalla normativa speciale a protezione del contraente debole, dall'altro hanno proposto e collocato, con modalità poco trasparenti, prodotti derivati a prezzi esorbitanti il loro valore intrinseco e talora con rischi impliciti che si accrescono nel tempo, trasferendo perdite potenziali alle future amministrazioni e alle future generazioni.

Nel 2007 risultava un'esposizione in derivati di n. 525 Enti locali nei confronti del sistema bancario per complessivi € 1.055 mil.ni, in buona parte concentrati in Campania (€261 mil.ni) e Piemonte (€219 mil.ni).

Sono risultati tuttavia assenti interventi efficaci, pronti e mirati a circoscrivere e limitare il fenomeno al suo primo manifestarsi, prima che si estendesse ad un ampio arco di imprese ed Enti locali. Numerose imprese ed Enti vengono subendo conseguenze economiche di ragguardevole dimensione, per la sola circostanza che “operatori qualificati” non sono.

generalmente superato il predetto limite, toccando anche il 9% del nozionale e hanno trovato frequente applicazione in operazioni diverse da quelle di ristrutturazione. L'aspetto che, a partire da oggi, maggiormente interessa è quello di corretto inquadramento e di esatta qualificazione dello strumento. Il premio di liquidità si risolve infatti in un anticipato versamento di fondi che sconta l'attualizzazione sui relativi tassi contrattuali a carico della controparte oppure si ripercuote sullo spread. Sostanzialmente, seppure incorporata in uno swap, si tratta di operazione analoga alla contrazione di un mutuo, laddove la sua concessione comporta un tasso o uno spread che attualizza il premio corrisposto in via anticipata dalla banca all'ente”. Secondo la Corte, trattasi dunque di una di quelle “forme di ricorso al mercato finanziario previste dall'art. 199 lett. g) del T.U. 267/00 a sostegno degli investimenti, la quale richiede il rispetto delle medesime condizioni e vincoli stabiliti per ogni forma di ricorso a indebitamento. Da escludere perciò la sua destinazione a spesa corrente.”.

Considerata la palese asimmetria informativa, taluni intermediari – riferisce l’ABI – nel rispetto dei criteri di diligenza, correttezza e trasparenza e nell’interesse dei clienti, come dispone l’art. 21 del T.U.F., D. Lgs. n. 58/98¹¹, hanno posto a disposizione dei contraenti il proprio *know-how* e le proprie strutture professionali, sopperendo le carenze di gestione del rischio che, in un organismo di media-piccola dimensione, è economicamente impossibile colmare. In tali circostanze gli intermediari bancari hanno avvertito la necessità e l’obbligo di “... *porre cura e diligenza nel verificare, caso per caso, che le imprese potessero essere considerate operatori qualificati, prevedendo in alcuni casi requisiti aggiuntivi, ad esempio, in termini di affidamenti complessivi, totale di bilancio, patrimonio netto, fatturato, forma societaria, espressa previsione nello statuto della possibilità per la società di svolgere attività in derivati.*” (ABI, Audizione in Commissione Parlamentare 8/11/07).

Altri intermediari bancari, i più per il vero, si sono limitati alla semplice autocertificazione di “operatore qualificato”¹², rilasciata dal contraente stesso su moduli predisposti dalla banca, senza alcun altro accertamento. Frequentemente, come menzionato, nella fase iniziale hanno collocato semplici IRS (*plain vanilla*) di copertura del rischio di tasso, convertiti poi in *swap* nei quali l’intento di copertura era in buona parte rimpiazzato da finalità speculative, realizzate attraverso più sofisticate strutture di prodotto.

Obblighi di trasparenza, correttezza e diligenza avrebbero imposto all’intermediario, una diligente verifica dell’effettiva natura di “operatore qualificato” dell’impresa o dell’Ente locale, una completa informativa al cliente dei rischi impliciti nel contratto e una corretta illustrazione della natura ed estensione delle tutele che venivano meno con la dichiarazione, una trasparente distinzione fra il *fair value* dello *swap* e le commissioni, fra i flussi a rimborso dell’*up-front* e i flussi di scambio dello *swap*.

Analogamente, nelle operazioni di rimodulazione degli *swap* si rendeva necessario e doveroso rappresentare al contraente il valore di chiusura del precedente

¹¹ I collocamenti degli *swap* esaminati nei documenti risalgono al periodo precedente le modifiche ed integrazioni alle normative introdotte dal D. Lgs 164/07.

¹² In un’indagine curata dalla Consob nel II semestre del 2004 presso i principali gruppi bancari era emerso che quasi tutte le imprese e gli Enti locali con posizioni in derivati negoziati sull’OTC erano classificati dagli intermediari come “operatori qualificati” in virtù della espressa dichiarazione di competenza ed esperienza in materia di investimenti finanziari rilasciata dai legali rappresentanti. Peraltro, l’80% dei contratti risultava in perdita, € 76.000 in media per le imprese, € 430.000 in media per gli Enti locali.

In una successiva indagine si è poi rilevato che in alcuni casi non erano presenti procedure aziendali atte a ricostruire a posteriori e a giustificare il *pricing* dei contratti stipulati con la clientela; negli accertamenti si è avuta evidenza che in alcuni casi il prezzo dei contratti era spesso particolarmente vantaggioso per le banche. In sostanza, i «derivati» erano proposti alla clientela come contratti alla pari, o cosiddetti *par*, mentre in realtà presentavano un valore di mercato negativo per imprese ed Enti locali. L’evoluzione sfavorevole delle grandezze economiche di riferimento dei contratti ha in alcuni casi portato ad un sostanziale accrescimento delle perdite per i clienti (Audizione Consob presso la VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, 30/10/07).

swap, il valore di apertura del nuovo, con la distinzione del valore dell'*up-front*, della relativa quota destinata a ripianare la chiusura del precedente *swap* e di quella eventualmente liquidata, nonché delle nuove commissioni praticate.

Principi di diligenza e correttezza rendevano tali aspetti di particolare pregnanza nei confronti di imprenditori ed Enti medio-piccoli, che spesso risultavano del tutto sprovvisti di ogni forma di conoscenza dei derivati e dei potenziali rischi associati. Per altro l'assenza di particolari obblighi di contabilizzazione ha impedito forme alternative di consapevolezza delle perdite maturate e riportate nel nuovo *swap*.

Considerata la natura particolarmente sofisticata del prodotto, la stessa struttura commerciale degli intermediari, distinta dall'unità organizzativa di elaborazione dello *swap*, non deteneva l'*expertise* necessario, previsto dall'art. 26 del Regolamento Consob n. 11522/98, per conoscere compiutamente la formazione del *pricing*, oltre che valutarne l'adeguatezza alle esigenze e al livello di rischio del cliente. Questi aspetti emergono, in tutta evidenza, dalle plurime indagini condotte dalla Banca d'Italia e dalla Consob.

L'intermediario bancario conosce il proprio cliente, disponendo dei documenti di bilancio e di tutta un'ampia gamma di informazioni economiche-finanziarie che gli consentono di esplicitare compiutamente la funzione creditizia. In più casi le operazioni di *swap* proposte e collocate presentavano vistose discrasie, sia dimensionali sia funzionali a plausibili coperture. Non è proprio dell'imprenditore o dell'amministratore pubblico avventurarsi in speculazioni finanziarie, se non ne viene indotto, con l'offerta di prodotti che, in assenza di un'adeguata conoscenza e professionalità, "celano" rischi non dissimili dalla scommessa e dal gioco. In tali circostanze sorgono ampie perplessità che si configurano solamente negligenza o colpa.

Con riferimento agli Enti locali, si è assistito nella seconda metà degli anni '00 ad una decisa riconduzione a controllo delle operazioni derivate, tramite successivi interventi legislativi.

Tuttavia non vi è operazione su derivati che colga contemporaneamente la riduzione del costo finale del debito e al tempo stesso la riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato. I due obiettivi sono tra loro in conflitto, in un rapporto di *trade-off*: il mercato non offre *free lunch*, il perseguimento di una riduzione del costo finale del debito è, di regola, associata ad una maggiore esposizione ai rischi di mercato.

Di fatto, nel porre in essere un'operazione derivata, rimane rimesso alla valutazione dell'Ente e alle aspettative sull'andamento dei tassi il corretto bilanciamento fra l'economia di costo eventualmente conseguibile al termine del finanziamento e il rischio di mercato nel frattempo sopportato dall'Ente. Sotto questo aspetto non sembra che la norma abbia aggiunto alla disciplina esistente aspetti di particolare rilievo.

Alla fine del '07, anche a seguito delle indagini giornalistiche, nella legge finanziaria del 2008 (legge 24/12/07, n. 244), si interviene ulteriormente prevedendo l'inefficacia per gli Enti interessati dei contratti stipulati in assenza delle informazioni o

difforni dalle indicazioni specificate da apposito Decreto Ministeriale¹³; si prevede inoltre l'esplicitazione delle commissioni di collocamento e intermediazione¹⁴.

Con la legge finanziaria del 2009 la normativa precedente viene ulteriormente modificata ed integrata, rimettendo ad uno specifico Regolamento del MEF l'individuazione delle tipologie di derivati consentiti, nonché le condizioni di rischio che possono essere assunte dagli Enti locali. Il mancato rispetto delle disposizioni regolamentari e l'assenza in contratto di una specifica attestazione della conoscenza dei rischi vengono sanzionati con la nullità del contratto stesso. Vengono inoltre accentuati i controlli della Corte dei Conti e vengono ampiamente estesi gli obblighi informativi e di trasparenza.

6 – LE OPERAZIONI DERIVATE: ASPETTI TECNICI.

6.1 – LA GESTIONE DEL DEBITO E LE OPERAZIONI SPECULATIVE

La gestione tradizionale del debito degli Enti locali e delle piccole e medie imprese non richiedeva, fino allo scorso decennio, speciali conoscenze professionali, dovendosi, di regola, soltanto provvedere al pagamento delle rate fisse, secondo le scadenze stabilite nei piani di ammortamento.

¹³ Legge finanziaria 244/07:

381. *I contratti di strumenti finanziari anche derivati, sottoscritti da regioni ed enti locali, sono informati alla massima trasparenza.*

382. *I contratti di cui al comma 381 devono recare le informazioni ed essere redatti secondo le indicazioni specificate con decreto del Ministero dell'Economia e delle finanze, da emanare sentite la Consob e la Banca d'Italia. Il Ministero dell'Economia e delle finanze verifica la conformità dei contratti al decreto.*

383. *La regione o l'ente locale sottoscrittore degli strumenti finanziari di cui al comma 381 deve attestare espressamente di aver preso piena conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi, evidenziando in apposita nota allegata al bilancio gli oneri e gli impegni finanziari derivanti da tali attività.*

384. *Il rispetto di quanto previsto ai commi 382 e 383 è elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti. In caso di contratti stipulati in violazione di quanto previsto al comma 382 o al comma 383, viene data comunicazione alla Corte dei Conti per l'adozione dei provvedimenti di competenza.*

¹⁴ In materia è intervenuta anche la direttiva europea MIFID (Market in financial instruments directive) recepita nella legislazione italiana con l'introduzione di modifiche al Testo unico in materia finanziaria (D.lgs. 24 dicembre 1998 n. 58).

Sulla base di tale direttiva, con regolamento n. 16190 del 2007, la CONSOB ha definito i clienti professionali privati, che vengono distinti nelle due categorie di clienti di diritto (costituita dai soggetti operanti sui mercati finanziari) e dai clienti su richiesta (costituita da coloro che possono dimostrare alle banche di possedere una serie di requisiti di competenza e solidità finanziaria). Allo stesso modo il M.E.F., con proprio regolamento recante la definizione dei clienti professionali pubblici stabilirà quali saranno gli enti che, per competenza e solidità economico-finanziaria potranno avere libero accesso al mercato degli strumenti derivati.

Con l'evoluzione determinatasi nell'ultimo decennio, il debito è divenuto una variabile dinamica, da gestire in funzione dei mutevoli andamenti esogeni, connessi al mercato e delle esigenze endogene, legate ai flussi di entrate e uscite dell'impresa e dell'Ente. In questo senso la gestione dei flussi viene a coprire sia l'*Asset* che le *Liability*.

Vi è un rapporto di *trade-off* fra margine di rischio e profittabilità: alla ricerca di una maggiore economia dei costi finanziari del debito è associata l'assunzione di un maggior rischio di mercato. In questo senso la gestione del debito si pone in conflitto con la copertura del rischio. Viene rimessa alla valutazione dell'operatore il corretto rapporto di rischio/benefici, visto in un'ottica più ampia di *Asset & Liability management*: in questo senso un debito a tasso fisso può essere convertito in debito a tasso variabile, esposto a maggiori rischi di variabilità del mercato, se il beneficio di costi lo giustifica, in una prospettiva di lungo termine. La circostanza che i flussi di entrate siano variabili correlate in qualche misura agli andamenti del mercato finanziario, può rendere, in una visione più generale, la conversione del debito, da fisso a variabile, fonte di maggiore stabilità finanziaria.

L'accesso all'operatività in derivati ha significativamente ampliato le possibilità di non subire passivamente i rischi di mercato, ma di agire attivamente cogliendo le opportunità che possono derivare da un mutamento della curva dei tassi di mercato. La possibilità di ristrutturare e rimodulare il debito, modificando all'occorrenza la scadenza, diviene uno strumento strategico di gestione, per esposizioni su lungo termine, con condizioni di mercato assai mutevoli.

L'attività di *Liability management* viene esplicitamente legittimata, per gli Enti locali, dalla legge 448/01, con la quale vengono riconosciuti ampi spazi di autodeterminazione degli Enti stessi nelle scelte delle fonti di finanziamento e negli strumenti di gestione. L'impiego dei derivati viene esteso dalle finalità di copertura alle finalità di gestione del debito per il conseguimento di economie finanziarie. Lo stesso Decreto del MEF, nel prevedere gli *swap* dei tassi, menziona sia lo *swap* dal variabile al fisso che quello dal fisso al variabile, riconoscendo un'autonoma validità dell'economicità della gestione, distinta dalla finalità di copertura dal rischio.

Con gli *Swap* posti in essere nei primi anni '00, gli operatori perseguivano, oltre all'acquisizione dell'importo *cash* impiegato per coprire le spese correnti, una riduzione dell'onere del debito, a scapito di margini di garanzia del costo finale dell'indebitamento. Infatti, accedendo ai tassi monetari, in genere più bassi, si assume il rischio della loro volatilità nell'arco di vita del debito.

Di regola nel mercato finanziario si riscontra una curva dei rendimenti crescenti con la scadenza: quando si contrae un finanziamento, si può preferire – in funzione della durata, delle aspettative sui tassi di mercato, e degli equilibri (entrate/uscite) del proprio bilancio – un tasso variabile che si adegua ai tassi del mercato monetario, subendo quindi tutti gli sbalzi, anche repentini, che in situazioni di tensione possono accadere, o alternativamente un tasso fisso, predeterminato all'inizio, che non subirà l'alea del mercato ma che, proprio per questa completa tutela dalla volatilità di mercato, si colloca

di regola su 1 - 3 punti percentuali sopra il tasso monetario (variabile) e talora ancor più in alto se la scadenza del finanziamento, e quindi la protezione dall'alea, è notevolmente protratta nel tempo.

Scambiando il tasso fisso con il variabile, di norma si consegue nell'immediato un'economia di costi, riducendo il flusso di pagamenti, ma si assume il rischio che il futuro tasso variabile che si verrà a pagare si discosti sia dal tasso stimato implicitamente dai tassi forward, sia dal tasso fisso inizialmente richiesto per il finanziamento. Successivi mutamenti della pendenza e/o l'innalzamento della curva dei rendimenti di mercato possono modificare sostanzialmente l'onere complessivo del debito. Tale rischio assume una dimensione tanto più ampia, quanto più lunga è la scadenza del prestito e quanto più ampio è il relativo capitale di riferimento alle singole scadenze temporali: quanto più distante è la data di scadenza, tanto più labile risulta l'attendibilità della stima sui futuri tassi di interesse. Gli accadimenti straordinari di mercato intervengono ormai con una ricorrenza via via più frequente, scombinando spesso oltre ogni misura qualunque previsione che sopravvanti un orizzonte temporale di 3/5 anni.

Analizzando tale aspetto, 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 forward¹⁵.

¹⁵ Nell'Audizione della Corte dei Conti del 3 marzo '05 presso la VI Commissione finanze della Camera dei Deputati si riporta: *“Dalle delibere autorizzative si desume che il margine di cautela è stato di solito assunto con riferimento ad ipotesi di rischio fondate sull'andamento della curva forward dei tassi, costruita sulla base dei valori IRS attualizzati tramite il tasso di sconto. Senonché tale andamento è solo una proiezione della curva di interessi “a pronti” e ne rispecchia cioè l'equilibrio attualizzato, incorporandovi i fattori di sconto. Ciò significa che le determinazioni assunte dagli enti e fondate sull'andamento della curva forward, in realtà sono poco realistiche in termini previsionali, anche se resta comunque evidente che, tanto più le soglie fissate sono distanti dalla curva medesima, di altrettanto cresce il margine di garanzia; il quale resta in ogni caso legato ad una scommessa su un andamento futuro assai poco prevedibile, specie allorché la scadenza contrattuale interessi un ampio arco di temporale a lungo termine e le soglie siano definite su una molteplicità di scadenze di breve periodo.”*

E si aggiunge, nella menzionata Audizione: *“La recente regolamentazione della materia ha inteso limitare i rischi connessi alle operazioni derivate, ma è intervenuta a due anni di distanza dalla disciplina liberalizzatrice recata dall'art. 41, mentre operazioni su derivati sono registrabili sin dall'anno 2000, prima ancora della esplicita previsione recata in finanziaria 2002¹⁵. Negli anni in questione, alle operazioni finanziarie degli enti locali, è mancata una linea di vincolo prudenziale a garanzia della sostenibilità del debito e del rispetto degli equilibri di bilancio.*

Restano poi le perplessità legate alla complessità dei fenomeni regolati, poco suscettibili di vincoli e garanzie codificate, tanto più nell'attuale situazione di stretta finanziaria, ove permane l'inevitabile spinta ad operazioni non in linea con la cautela necessaria ad evitare che la manovrabilità delle attuali gestioni si realizzi a scapito di quelle future..

(...) Non a caso, seppure le rinegoziazioni 2004 abbiano anche consentito di dare applicazione al regolamento 389/03, con privilegio generalmente accordato alla opzione collar, tuttavia al superamento

Anziché rimanere legati ad un tasso fisso sino alla scadenza del debito, gli Enti locali, scegliendo il tasso variabile, per eventualmente ritornare nel corso del tempo sul fisso al mutare delle aspettative del mercato, vengono di fatto a speculare, attraverso gli *swap*, sui tassi di interesse. 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 mercato.

Tale classica forma di speculazione viene consentita dalla legge che, invece, circoscrive le forme speculative vietate agli Enti locali alle fattispecie nelle quali è assente la corrispondenza fra le caratteristiche del derivato – nozionale, durata, flussi finanziari - e l'ammontare del debito dell'Ente, o quando si impiegano forme articolate di derivati che, pur evitando effetti leva anch'essi preclusi, ne accentuano l'assunzione dei rischi di mercato.

6.2 – IL FAIR VALUE (MARK TO MARKET)

Per i contratti *swap* e/o *collar swap*, con scadenze a lungo termine, essendo contratti per lo più scambiati sull'O.T.C. (Over the Counter), non esiste un prezzo di mercato unico e ufficiale: risultando spesso articolati in composizioni di *swap* ed opzioni, il prezzo complessivo è la risultante di valutazioni distinte, caratterizzate ciascuna da proprie peculiarità e modalità di determinazione.

Di solito si procede a determinare il *fair value (mark to market)* “teorico” alla data iniziale del contratto e lo si confronta con quello praticato dalla banca nel contratto per individuare il margine di intermediazione praticato dalla banca stessa.

Questa procedura presenta alcuni limiti e criticità che rendono il confronto soggetto a livelli di approssimazione, tanto più “grossolani” quanto più complessa è l'operazione, più lunga la scadenza, più ampia la volatilità del derivato.

I principi contabili (IAS 32, par. 11 e IAS 39, par. 9), stabiliti in sede UE, definiscono il *fair value* (valore equo) come “*il corrispettivo al quale un'attività potrebbe essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e indipendenti*”. L'art. 2427 – bis c.c., nel recepire il concetto di *fair value*, prevede che:

“*Il fair value è determinato con riferimento:*

a) al valore di mercato, per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato attivo; qualora il mercato non sia facilmente individuabile per uno strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato da quello dei componenti o dello strumento analogo;

della soglia di garanzia – in genere fissata al 6% Euribor 6 mesi – si riscontrano, a carico degli enti, tassi fissi oltre l'8% o 9% del nozionale.”.

b) al valore che risulta da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo; tali modelli e tecniche di valutazione devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato.”.

Come si può riscontrare, in assenza di una standardizzazione del prodotto finanziario e di una rilevazione ufficiale di prezzo, in un mercato efficiente e sufficientemente liquido la determinazione del *fair value* è affidata a valutazioni tecniche di congruità e giudizio dei parametri impiegati, che non risultano scevre da elementi soggettivi, propri al valutatore.

Per i derivati “standardizzati” – quali *future* ed alcuni tipi di opzioni – quotati in mercati regolamentati, la determinazione del *fair value* non presenta particolari problemi, risultando univocamente e formalmente determinato.

Per gli *swap* e i *collar swap*, prodotti non standardizzati e scambiati sull’OTC, non esiste un prezzo unico e eguale per tutti gli operatori di mercato, risultando diversi i modelli di calcolo impiegati, le stime dei parametri del modello, le strategie di gestione delle posizioni di portafoglio, la presenza sul mercato e i livelli di sinergia ed efficienza organizzativa, nonché la politica commerciale adottata da ciascun intermediario.

Per tali strumenti si può pertanto determinare solo un valore “stimato”, un valore “*Model-dependent*”, che dipende appunto dal modello di valutazione utilizzato e dalle ipotesi sottese ai parametri del modello stesso.

Gli elementi che possono interferire in una valutazione *ex-post*, rispetto alla valutazione effettuata dalla banca all’atto del contratto, sono plurimi e di non trascurabile rilievo:

- 1) la valutazione successiva si base su dati di fine giornata, mentre quella impiegata dalla banca si riferisce, in genere, al valore *infra-day* del momento del contratto: per operazioni su orizzonti temporali molto lunghi e in periodi di elevata volatilità del mercato, lo scarto può assumere una misura apprezzabile;
- 2) i dati impiegati nelle valutazioni successive sono attinti da provider esterni (Bloomberg, Reuter, ...), mentre quelli utilizzati dalla banca sono ricavati dalla propria attività di market maker, dettati, oltre che dal proprio modello di *pricing*, dai propri equilibri di portafoglio e dalle proprie politiche di gestione delle posizioni in essere; se i dati del provider sono riferiti a “offerte” o, distintamente “richieste”, e non a prezzi effettivamente praticati, il valore indicato risulta più labile;
- 3) le diverse tecniche di “completamento”, interpolazione ed estrapolazione, che si rendono talvolta necessarie per sopperire a carenze informative e scarsa liquidità, nella determinazione dei parametri che presiedono all’incertezza del derivato¹⁶ conducono a risultati diversi: scostamenti anche modesti nelle ipotesi del modello possono indurre differenze anche significative nel valore ricavato dal modello;

¹⁶ Per la gestione dell’aleatorietà delle clausole implicite nel derivato si fa di regola riferimento al modello di Black e Scholes (Rif. John C. Hull. Opzioni futures e altri derivati.).

4) la diversa sensibilità del modello impiegato per la valutazione del rischio di liquidità e del rischio operativo può costituire un ulteriore elemento di divario. Il modello di valutazione impiegato dall'intermediario tende a coprire opportunamente questi rischi, sulla base della propria politica aziendale di copertura dei rischi, in funzione del proprio sistema organizzativo di monitoraggio, rilevazione e gestione dei rischi stessi.

5) non trascurabile è anche lo spread di prezzo, ritenuto congruo dall'intermediario, per coprire il rischio di credito, diverso da cliente a cliente, oltre che la remunerazione per il capitale allocato dalla banca nell'operazione.

Tutte queste circostanze peculiari all'intermediario, inducono prezzi diversi da intermediario ad intermediario, oltre che condizioni di significativo divario fra lettera e denaro (posizione di venditore/compratore) di uno stesso intermediario. Congiuntamente considerate, possono interferire apprezzabilmente nel confronto fra un prezzo "teorico" calcolato *ex-post* ed il prezzo effettivo richiesto dall'intermediario nel contratto. La valutazione del margine della banca che ne discende può pertanto essere valutata solo in via di larga massima, per apprezzare al più quanto le peculiarità dell'intermediario – costi di intermediazione, margini di copertura del rischio e remunerazione del capitale impegnato – possono aver potuto far discostare il prezzo effettivamente applicato all'operazione derivata, da un "teorico" prezzo, ricavato da un neutrale e standardizzato modello di valutazione, suggerito dalla letteratura, avulso da ogni particolarità dell'intermediario e/o "sentiment" del mercato.

6.3 – IL MARGINE DI INTERMEDIAZIONE DELLA BANCA NELLE OPERAZIONI DERIVATE

Con lo *Swap*, di fatto, si viene a superare la rigidità insita in un finanziamento a lungo termine che risulterebbe vincolato ad un predeterminato tasso per tutto il periodo, senza poter cogliere le mutevoli condizioni del mercato.

L'alternativa sarebbe il rimborso anticipato del finanziamento, accompagnato dalla contemporanea accensione di un pari importo di finanziamento, ma i costi risulterebbero maggiori: con lo *swap*, il finanziamento rimane in vita e ciò che viene negoziato è soltanto l'interscambio di flussi di pagamento degli interessi¹⁷. Il contratto di mutuo originario non viene toccato ed il debitore continua a pagare gli interessi ivi stabiliti al mutuante. In forza del contratto di *swap* stipulato con l'intermediario finanziario, i due contraenti regoleranno fra loro, ad ogni scadenza, le differenze emergenti di segno opposto, positive o negative, sulla base dell'applicazione delle clausole contrattuali.

Mentre nel primo caso occorre aggiungere ai costi di estinzione del precedente finanziamento i costi di un nuovo finanziamento – costi fissi immediati e costi distribuiti nel tempo con lo spread sul nuovo tasso –, limitando l'operazione allo *swap* i

¹⁷ L'operazione di swap non è qualificabile come contratto di finanziamento, assoggettato alla disciplina del T.U.B. (D. Lgs. 385/93), ma costituisce un strumento finanziario e come tale disciplinato dal T.U.F. (D. Lgs n. 58/98).

costi, seppur non trascurabili in funzione dell'articolazione e dell'estensione del contratto, risultano, di regola, ridotti, rimanendo per altro più contenuto il rischio di credito, limitato al saldo degli impegni a debito e dei diritti a credito dell'operatore. Se con un nuovo finanziamento lo spread ordinariamente posto sull'Euribor può apprezzarsi, a meno di garanzie reale, su valori non inferiori ai 100 punti base, per un'operazione di *swap* lo spread può arrivare a ridursi ad oltre 1/3 di punto.

Così come nel valutare le strategie di gestione del portafoglio occorre tener conto dei costi operativi sopportati nelle operazioni di trading su titoli azionari ed obbligazionari, nelle analoghe operazioni di *swap*, più articolate e peculiarmente attagliate alla composizione del debito dell'impresa o dell'Ente, occorre tener conto degli oneri non trascurabili di chiusura e riapertura di una nuova operazione. Un'eccessiva frequenza delle rimodulazioni dello *swap*, soprattutto se accompagnate da *up-front* – liquidati cash o a ripianamento dei costi di chiusura – può facilmente condurre il contraente ad impegni oltremodo onerosi, che concentrano nei residui anni di vita del debito gli oneri connessi ai benefici percepiti e/o i costi subiti e non spesi negli anni precedenti.

Le operazioni su derivati costituiscono, di regola, costrutti finanziari non standardizzati che l'intermediario predispone sulle specifiche esigenze dell'operatore economico e/o dell'Ente territoriale. Forme di *swap*, *collar*, *floor* e *cap* vengono trattate sull'OTC, in rapporti bilaterali, dove il rischio di controparte assume rilievo particolare, comportando le operazioni in parola, impegni futuri tanto più significativi quanto più protratti nel tempo.

L'operazione non si chiude in un immediato e definitivo regolamento, come può essere l'acquisto/vendita di un'obbligazione e/o un'azione, né l'operazione derivata può essere semplicemente chiusa con un'operazione di segno opposto, effettuata con un'altra controparte, mancando per tali operazioni una controparte centrale che ne garantisca il puntuale regolamento.

In particolare nei derivati con gli operatori, estesi talvolta oltre il decennio, ai flussi di regolamento, anche se compensati con flussi finanziari di segno opposto, è connesso un significativo rischio di credito e, di riflesso, un parallelo assorbimento di patrimonio di vigilanza, analogamente a quanto si verifica in un'operazione di mutuo¹⁸.

Per le necessità di mutui della propria clientela, l'intermediario spende il proprio nome e il proprio credito, sul mercato obbligazionario e/o sul mercato interbancario,

¹⁸ “Il contratto di swap comporta l'assunzione di rischi di credito notevoli e per durate spesso non brevi. Le condizioni, a cui viene spesso concluso il contratto, tengono conto o sono influenzate dallo *standing* creditizio delle parti: una società con un elevato rating ottiene condizioni migliori rispetto ad una società che abbia un rating inferiore. Esiste sempre un interesse che induce a scegliere una parte piuttosto che un'altra e ciò in funzione della propensione al rischio o al guadagno di ogni contraente. Si può, pertanto, ritenere che essendo la persona in concreto delle parti un elemento essenziale, lo swap sia un contratto *ab intuitu personae*, al pari di altri contratti di credito. Da qui consegue, ad esempio, la incedibilità del contratto, fatto ovviamente salvo l'accordo delle parti.” F. Caputo Nasseti, I contratti finanziari, Giuffrè Editore, 2007, pag. 98. (Cfr. anche M. Mori, Swap, una tecnica finanziaria per l'impresa, Padova 1990, pag. 336 e E. Simonetto, I contratti di credito, Padova, 1953, pag.250.

raccogliendo finanziamenti ad un determinato spread rispetto all'Euribor, diverso da intermediario ed intermediario. Tale spread dipende, infatti, dalla professionalità e presenza sul mercato, oltre che dall'affidabilità e solidità dell'intermediario stesso.

A fronte dei finanziamenti raccolti l'intermediario eroga i mutui alla propria clientela, caricando sul tasso praticato uno spread che costituisce il margine di intermediazione necessario a coprire da un lato la struttura organizzativa impegnata a monte nella raccolta, dall'altro la struttura organizzativa impegnata a valle nel recupero del credito concesso e nella gestione del rischio di insolvenza dei clienti.

Anche per quanto concerne gli strumenti derivati, 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 sul mercato quanto necessario a comporre l'operazione derivata sullo specifico debito del cliente, sia esso un Ente territoriale o un'impresa.

Per uno stesso prodotto derivato, intermediari diversi possono pervenire a praticare prezzi diversi, dipendenti dalla specificità dell'intermediario, come per uno stesso prezzo, possono sussistere margini di intermediazione diversi da intermediario ad intermediario, in funzione delle sinergie organizzative e di specializzazione impiegate. Naturalmente il mercato tende a emarginare gli intermediari meno competitivi, meno attrezzati professionalmente, strutturalmente e patrimonialmente, esprimendo prezzi (*bid-ask*) tanto più accostati gli uni agli altri, quanto più trasparente ed efficiente è il mercato: il mercato degli *swap* tuttavia, soprattutto per operazioni strutturate sulle esigenze degli Enti locali, non risulta particolarmente trasparente ed efficiente.

La configurazione stessa di dealer individua la remunerazione dell'intermediario nel margine che lo stesso carica sul prezzo del prodotto finale. Margine di intermediazione determinato in funzione delle peculiari risorse professionali, informatiche ed organizzative impegnate nell'operazione e distribuito nell'arco di vita del prodotto derivato, sul quale si riflette il rischio di credito e il connesso assorbimento del capitale di vigilanza.

La natura e la funzione svolta dall'intermediario non trova remunerazione in una commissione, separata ed aggiunta al prezzo, come previsto negli acquisti sul mercato di obbligazioni e/o azioni per conto del cliente. Non vi può essere assimilazione alcuna alla commissione: l'intermediario è coinvolto direttamente nell'operazione e solo dopo aver speso i costi e sostenuto sino a scadenza il rischio di credito, la parte che residua va a remunerare il patrimonio impiegato.

Per i mutui non si è mai reso necessario esplicitare al cliente il margine di intermediazione percepito dall'intermediario. Risultando, per altro, diverso da intermediario ad intermediario, non si è avvertita una carenza di trasparenza: esclusivo interesse del cliente risultano solo le condizioni finanziarie che regolano l'operazione.

Analogamente, per le sofisticate operazioni derivate, sottoposte al T.U.F. anziché al T.U.B., risultando effettuate per conto proprio dall'intermediario, non vi era

alcun obbligo di esplicitare a parte il margine di intermediazione¹⁹. L'art. 32 del Regolamento Consob n. 11522/98 distingue, al 5° e 6° comma, l'operatività in conto proprio da quella per conto terzi, prevedendo:

“ 5. Nella prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio gli intermediari autorizzati comunicano all'investitore, all'atto della ricezione dell'ordine, il prezzo al quale sono disposti a comprare o a vendere gli strumenti finanziari ed eseguono la negoziazione contestualmente all'assenso dell'investitore: sul prezzo pattuito non possono applicare alcuna commissione.

6. Nella prestazione del servizio di negoziazione per conto terzi, ferma restando l'applicazione delle commissioni e spese, il prezzo praticato all'investitore è esclusivamente quello ricevuto o pagato dall'intermediario.”

Per il mutuo, prodotto sufficientemente standardizzato e di agevole comprensione e confrontabilità, non si avverte una particolare esigenza di trasparenza: tuttavia anche per tale operazione recenti interventi dell'Organo di Vigilanza hanno introdotto penetranti disposizioni di *disclosure*, in particolare sulle condizioni contrattuali.

Al contrario per i derivati finanziari, la complessità dei prodotti, l'assenza di una standardizzazione e di un mercato efficiente con un'ufficiale rilevazione dei prezzi hanno sollevato pregnanti carenze di trasparenza. Rimane arduo, senza una sofisticata attrezzatura tecnica ed *expertise* finanziaria, valutare la congruità del prezzo. Non infrequenti sono risultati i casi nei quali, cogliendo l'opacità delle operazioni – non adeguatamente illustrate nei risvolti di rischio associati ai vari scenari possibili –, congiuntamente all'assenza di un consulente finanziario indipendente, taluni intermediari hanno potuto ricaricare sul prezzo del derivato margini maggiori a quelli ordinariamente praticati nelle operazioni della specie.

Ciò ha indotto più recentemente il legislatore a rendere esplicito il margine di intermediazione. Con le disposizioni MIFID di Livello 3 approvate nel corso del '09, per le operazioni derivate, già in fase di prima proposta commerciale al cliente dovrà essere, tra l'altro:

- dettagliata la composizione del prezzo;
- fornito il valore di smobilizzo dell'operazione nell'istante immediatamente successivo a quello di eventuale perfezionamento del contratto;

¹⁹ Il funzionario generale della Consob, dott. A. Rosati, il 12/1/05, nel rispondere ad una domanda del Presidente della VI Commissione Finanze, così si esprimeva: *“Per quanto riguarda gli aspetti qualitativi emersi dall'indagine sugli strumenti derivati OTC, quello svolto dai nostri intermediari è in generale un servizio di negoziazione per conto proprio. Generalmente il rischio di mercato insito nelle posizioni viene contestualmente trasferito dagli intermediari che intrattengono rapporti con la clientela al soggetto del gruppo specializzato. Questa politica di gestione può prevedere sia l'utilizzo di posizioni già esistenti all'interno della banca, sia l'acquisto sul mercato di strumenti derivati che vengono “ritagliati” sulle esigenze del cliente. Alcuni intermediari operano nell'ambito dei servizi di negoziazione per conto terzi, ma è più raro. In questi casi l'ordine viene di regola eseguito all'interno del gruppo.”*

- fornita una rendicontazione periodica sul valore di smobilizzo dell'operazione;
- fornite delle analisi di scenario deterministiche che effettuino un confronto tra il prodotto proposto ed un prodotto succedaneo di riferimento.

6.4 – LE OPERAZIONI DI COPERTURA DEGLI ENTI LOCALI

Le operazioni poste in essere dagli Enti locali, sia prima che dopo il regolamento dettato dal D.M. 1/12/03, n. 389 e dalla Circolare esplicativa del 27/5/04, avevano ad oggetto *swap*, al più collegati ad operazioni di *collar (cap e floor)* che temperavano il rischio del tasso variabile al di sopra di predeterminate barriere.

Tali operazioni, essendo mirate ad acquisire margini di gestione del debito, aspetto previsto e consentito dal disposto normativo, non rispondono propriamente al concetto di “copertura” del rischio ordinariamente impiegato nel mercato.

Una gestione attiva del debito comporta necessariamente l'acquisizione di margini di rischio sui futuri andamenti dei tassi di mercato, dovendo appunto speculare, cioè trarre un'economia di costo dal favorevole andamento dei tassi stessi.

D'altra parte gli investimenti delle amministrazioni locali sono volti a soddisfare bisogni collettivi, come la fornitura dell'acqua, lo smaltimento dei rifiuti, la viabilità ed altri servizi. Qualora si intenda finanziare un determinato investimento attraverso l'indebitamento si rende necessaria preliminarmente un'attenta disamina dei flussi di cassa che potranno provenire dall'investimento, ai quali può essere correlato il piano di rimborso del finanziamento: in questo senso flussi di introito variabili possono trovare una maggiore correlazione con un tasso variabile piuttosto che con un tasso fisso. In questa circostanza uno *swap* che modifichi il precedente finanziamento della C.D.P. dal tasso fisso all'Euribor, non costituisce un'operazione di copertura dalla volatilità dei tassi, ma, in una più generale ottica di *Asset & Liability management*, può allineare i futuri impegni del finanziamento alla profilatura dei prevedibili incassi, dando stabilità ai conti dell'Ente.

Le finalità perseguite dalle legge 448/01, dal successivo Decreto Ministeriale e dalla connessa Circolare esplicativa, non richiamano principi di copertura associati ad una visione di *Asset & Liability management*, ma, con riferimento alle sole *Liability*, risultano discostarsi dai più ortodossi canoni di copertura e di operazione speculativa: questo ha dato luogo a frequenti fraintendimenti nei vari interventi che si sono susseguiti successivamente.

Appare pacifico che per un portafoglio finanziario, il rischio di tasso coinvolge sia impieghi a tasso fisso che a tasso variabile, in quanto una modifica dei tassi di mercato, in ogni scadenza della curva dei rendimenti, modifica il valore del portafoglio: di riflesso il gestore modifica l'esposizione a rischio del portafoglio, anche attraverso prodotti derivati, con operazioni di copertura che possono interessare ora la variazione dei tassi fissi, sul medio-lungo termine, ora la variazione sui tassi a breve.

Al contrario per un Ente locale, che detiene un portafoglio finanziario costituito esclusivamente da indebitamento a lungo termine, il concetto di copertura dal rischio di tasso, è unicamente connesso alla stabilizzazione dei flussi futuri di pagamento. Per un indebitamento a tasso fisso, non si pone un problema di copertura dal rischio di tasso: quale che siano le variazioni future dei tassi di mercato, non vi è rischio per l'Ente, risultando il flusso dei pagamenti futuri certo e determinato. Né può derivare all'Ente alcun nocimento dalla circostanza che, variando i tassi di mercato nel periodo di ammortamento, si modifica il valore attuale del suo finanziamento: questo di regola non è oggetto di trading, rimane appostato a bilancio sino al completo ammortamento e l'eventualità di un rimborso anticipato – che potrebbe effettivamente dipendere dai tassi vigenti di mercato – rimane assai remota. Un problema di copertura dai rischi di tasso si pone pertanto solo per un indebitamento a tasso variabile, i cui flussi di pagamento mutano con le condizioni di mercato, e possono essere opportunamente immunizzati dal rischio, con un derivato che, alla stregua di un'assicurazione, fissa in maniera certa e determinata l'importo di ciascun flusso, contro il pagamento di un premio per la copertura.

Sino alla fine degli anni novanta, i finanziamenti della C.D.P. agli Enti territoriali, sono stati esclusivamente espressi a tasso fisso e una parte rilevante delle operazioni derivate effettuate a partire dagli anni '00, è costituita da *swap* di tasso, dal fisso al variabile, con evidente assunzione di rischio. In tali circostanze, il concetto di copertura – e il correlato concetto di operazione speculativa – viene alterato sostanzialmente: più che di copertura del rischio di tasso, si viene a perseguire, con la disciplina introdotta a partire dal Regolamento del dicembre '03, un corretto equilibrio fra il rischio assunto e i corrispondenti benefici economici “sperati”, determinati in chiave probabilistica sulla base della curva dei tassi forward.

Dal disposto legislativo, dal Regolamento ministeriale e dalla Circolare esplicativa emergono infatti limitazioni e vincoli che circoscrivono il concetto di copertura e di operazione speculativa in ambiti propri e definiti dagli stessi provvedimenti.

Inizialmente con il T.U.E.L, D. Lgs. 267/00 agli Enti locali appare consentita ogni forma di impiego degli strumenti derivati; viene riconosciuta una piena autonomia finanziaria, senza alcuna espressa limitazione all'impiego dei derivati finanziari: nessuna finalità di copertura viene richiamata.

L'art. 41, comma 2, della legge 448/01 demanda al Ministero dell'Economia il regolamento sull'utilizzo degli strumenti derivati e si limita a prevedere: “*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*”.

Anche in questo testo non compare alcuna finalità di copertura: al contrario il richiamo alle possibilità di contenimento del valore finanziario delle passività richiama

aspetti di gestione del debito che richiedono necessariamente l'assunzione di rischi di mercato.

Dal successivo D.M. 389 del 1/12/03, il concetto di copertura e il limite all'orientamento speculativo all'assunzione di rischi, si individuano nelle circostanze:

- 1) le operazioni derivate siano quelle esplicitamente previste nel D.M. stesso;
- 2) che le operazioni su derivati non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività (vincolo per altro posto solo nel caso di derivati diversi da quelli previsti esplicitamente nel DM);
- 3) che i flussi ricevuti dagli Enti con i derivati siano eguali a quelli pagati nella sottostante passività;
- 4) che le operazioni su derivati non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento (ad eccezione del premio dell'1%).

Dalla successiva Circolare esplicativa del Ministero del 27/5/04 emergono elementi che circoscrivono ulteriormente l'ambito consentito:

- 5) le operazioni contemplate nel precedente D.M. devono intendersi "plain vanilla";
- 6) le altre operazioni derivate previste al punto f) devono in ogni caso essere riconducibili a combinazioni delle operazioni indicate nei precedenti punti;
- 7) le operazioni derivate non devono contenere leve o moltiplicatori finanziari, come, ad esempio pagare 2 volte il tasso Euribor.

Appare evidente come, sospinti dalle evidenze di usi impropri dei derivati che via via sono venute emergendo, nell'arco di pochi anni gli interventi normativi, seppur volti a non coartare eccessivamente l'autonomia degli Enti locali, hanno sempre più caratterizzato, definito e delimitato l'ambito operativo, lasciando tuttavia spazi interpretativi solo più recentemente colmati.

La finalità ultima dei provvedimenti di apertura al mercato dei derivati è rivolta a favorire la gestione attiva del debito, obiettivo per sé confliggente con la copertura dai rischi. Le finalità di copertura dai rischi ne è risultata ridimensionata, relegata entro particolari delimitazioni previste da una normativa sottoposta a continue modifiche e interpretazioni.

Per altro, la Corte dei Conti (Sez. Regione Sicilia, Delibera n. 1/08) rileva:

“ Va poi osservato che il medesimo D.M. n. 389/2003 (attuativo della legge n. 448 del 2001), laddove elenca le operazioni derivate consentite non introduce alcuna sanzione (nullità, annullabilità, inefficacia, o altro) nelle ipotesi di conclusione di altre operazioni derivate; né specifiche sanzioni si rinvencono nell'art. 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448, costituente l'antecedente di tale decreto.

Considerato inoltre che gli Enti locali territoriali godono (anche rispetto allo Stato e pur per i fini di legge) di piena Capacità di disposizione patrimoniale (v. art. 114 Cost.) nonché di autonomia finanziaria di entrata e di spesa (v. art. 119 Cost.), non può loro

negarsi in linea di principio la facoltà di ristrutturare il loro debito a mezzo di strumenti derivati, tranne che questi non comportino in realtà nuovo indebitamento non specificamente finalizzato agli investimenti, come nel caso, per esempio, di mero allungamento del debito o di rimodulazione delle rate di pagamento mediante riduzione di quelle prossime e conseguente aumento di quelle remote (nel qual caso opererebbe il vincolo di cui all'art. 119, sesto comma, Cost.).

E' allora evidente che in presenza di un'operazione finanziaria in derivati fatta da un comune non può efficacemente discutersi della sua illegittimità in astratto ma, semmai, della sua illegittimità in concreto, sotto il profilo della sua eventuale irragionevolezza e dell'accertato nocimento arrecato, ex ante, alle finanze pubbliche.

Ma anche laddove il contratto relativo ai derivati fosse stato stipulato dall'Ente locale in violazione delle vigenti disposizioni (perché, per esempio, siano stati violati dei vincoli normativi, quali la formula plain vanilla, un Up-Front superiore all'1%, la sussistenza di "leve" o altri "moltiplicatori", l'obbligo di contenimento dei rischi di mercato, l'accessorietà rispetto a passività effettivamente dovute, ecc.), tale non rilevarebbe sotto il profilo civilistico, ferma restando un'ipotetica responsabilità dell'agente pubblico che lo ha voluto."

Nell'audizione del 3 marzo '05 la Corte dei Conti riporta: *"L'utilizzo di derivati è consentita solo in relazione alla gestione di effettive passività e perciò con finalità di copertura dei rischi e non speculative. L'ammontare negoziale del contratto dovrebbe perciò corrispondere sempre al valore della passività sottostante."*

"Sono inoltre previste 'altre' operazioni derivate, risultanti dalla combinazione delle precedenti o comunque finalizzate alla ristrutturazione del debito, volte cioè a cambiare il piano di ammortamento, purché, in questo caso, non implicino una scadenza posticipata a quella del contratto originario e un profilo crescente nei valori attuali dei flussi di pagamento, cioè un profilo di rimborso delle passività nel quale l'onere del rimborso del Capitale e/o degli interessi sia concentrato verso la data di scadenza. (...) L'intento dichiarato delle indicate disposizioni è duplice: da un lato ridurre l'esposizione a rischi connessi con l'evoluzione dei mercati finanziari, per altro verso evitare la possibilità di traslare il peso finanziario delle operazioni in essere sugli esercizi futuri."

Il concetto di copertura del rischio di mercato viene pertanto dalla disposizione connesso alla corrispondenza con le sottostanti passività, nel rispetto di individuati principi guida: a) evitare, nella modifica dei piani di ammortamento, che vengano posticipate le scadenze rispetto a quelle previste nel contratto originario; b) evitare che l'onere del rimborso del Capitale e del pagamento degli interessi sia concentrato sulla parte finali del periodo di rimborso.

6.5 – LE OPERAZIONI “PLAIN VANILLA” E LE OPZIONI DIGITALI PER GLI ENTI LOCALI

La Circolare del MEF del maggio '04 pone un discrimine fra le operazioni consentite e non consentite, precisando che i derivati utilizzabili dagli Enti locali sono circoscritti alle forme più semplici, denominate “*plain vanilla*”²⁰. L'espressione impiegata dal MEF nella Circolare risulta poco felice, lasciando un apprezzabile margine di incertezza sulle operazioni da considerare “*plain vanilla*”. L'ambito di tale aggregato si è venuto delineando solo successivamente, a seguito di chiarimenti del MEF e interventi della Corte dei Conti, che, sospinti dalle evidenze di rischio che venivano emergendo dalle operazioni derivate poste in essere dagli Enti, ne hanno delimitato la definizione ai casi più elementari. Combinazioni di derivati e opzioni, ritenute “*plain vanilla*” dagli intermediari, sono risultate escluse dall'interpretazione restrittiva assegnata al termine dal MEF.

Nella menzionata Circolare, con riferimento alle operazioni da a) a d) del D.M. 389/03 – vale a dire *swap* di tasso di interesse, *forward rate agreement*, *cap* e *collar* di tasso di interesse - si precisa che le tipologie ammesse sono da intendersi nella forma di “*plain vanilla*”: non necessariamente si voleva indicare con tale termine forme elementari di operazioni, risultando lo stesso *collar*, previsto nell'elenco, una forma articolata.

Il Direttore Generale della Consob, dott. Antonio Rosati, nell'Audizione del 18/3/09, alla 6° Commissione Finanze, con riferimento alle operazioni “*plain vanilla*”, così si esprime: “*I contratti di Interest rate Swap possono presentare clausole aggiuntive che li rendono molto più complessi rispetto a quelli plain vanilla (e vengono denominati solitamente “esotici”); in tali casi la determinazione dei flussi di cassa dipende da condizioni che si potranno verificare in momenti successivi alla stipula del contratto o da formule matematiche complesse. Ad esempio, nel caso dei contratti con strutture cosiddette Collar, una delle due controparti paga il tasso variabile solo se esso rimane entro un determinato “corridoio”, definito da un tetto (cosiddetto Cap) e da un valore minimo (cosiddetto Floor). Anche tali contratti “esotici” possono essere par o non par.*”.

Il riferimento alle operazioni “*plain vanilla*” contenuto nella Circolare sembra orientato ad evitare l'impiego di opzioni a maggior rischio, più complesse e di difficile comprensione e valutazione, che possono indurre rischi eccessivi. Il Sottosegretario al MEF, nell'Audizione del 25/2/09, presso la stessa Commissione, precisava: “*Tra le varie tipologie di operazioni presenti sul mercato, sono state ammesse quelle che presentano un profilo di rischio contenuto o che addirittura consentono di migliorare la protezione dei rischi di mercato.*”. E riferendosi alle operazioni da a) a d) del D.M.

²⁰ L'espressione *plain vanilla* è un'espressione americana, riferita al gelato più semplice, per indicare il prodotto base, senza alcuna costruzione e complicazione: l'esigenza nasce dalla circostanza che i prodotti base sono di fatto standardizzati e risultano più comparabili e trasparenti.

389/03: “Tali operazioni debbono essere effettuate nella forma c.d. “*plain vanilla*”, vale a dire nella forma più semplice, priva di qualsiasi opzionalità che possa esporre l’Ente ad ulteriori rischi finanziari conseguenti a movimenti dei tassi di interesse; né sono ammissibili strumenti derivati che contengano leve o moltiplicatori dei parametri finanziari, come, ad esempio, pagare 2 volte il tasso Euribor al verificarsi di determinate condizioni di mercato.”.

Il concetto di “*plain vanilla*” viene associato al concetto di rischio moderato, che è opportuno presieda le operazioni derivate degli Enti locali.

Alla luce delle connotazioni di rischiosità richiamate, talune perplessità sorgono per le opzioni digitali, che soprattutto nei primi anni sono state impiegate nelle operazioni derivate poste in essere con gli Enti locali. In taluni casi l’opzione digitale è stata inserita nel contratto derivato specificatamente per coprire una discontinuità di tasso presente nel prestito sottostante della C.D.P. Si osserva per altro che, in un’interpretazione estensiva, tali opzioni frequentemente possono essere costruite attraverso combinazioni delle operazioni previste ai punti da a) a d) del D.M. 389/03²¹.

Nell’incertezza insita nella formulazione letterale della norma, la stessa concorrenza spinge spesso gli intermediari, per non essere esclusi dal mercato, ad interpretazioni più ampie, purché plausibili.

Tali opzioni – che secondo gli intermediari sono, nella prassi di mercato, assimilate alle operazioni “*plain vanilla*”, mentre nei manuali di tecnica finanziaria vengono ricomprese nella categoria delle “operazioni esotiche”²², contrapposta alla categoria delle “operazioni *plain vanilla*” – sotto l’aspetto dei rischi finanziari conseguenti risultano ampiamente diversificate. Talune opzioni digitali, se poste sul *floor*, comportano un rischio moderato e possono determinare, nella struttura di un *Purple Collar*, una più efficiente gestione del rischio di tasso, se permettono una migliore protezione del *cap*.

Un’opzione digitale sul *floor* comporta una riduzione dei benefici a favore del venditore nel caso di uno scenario positivo di tassi flettenti, mentre un’opzione digitale sul *cap* comporta una maggiorazione dell’onere a carico del venditore nel caso negativo di tassi crescenti: le circostanze non sono niente affatto equivalenti.

Dall’opera di monitoraggio sulle operazioni derivate degli Enti locali, il MEF, solo negli ultimi anni, per opzioni digitali che comportavano un’eccessiva esposizione

²¹ Il digital può essere ottenuto addizionando (+) e sottraendo (-) taluni contratti previsti ai punti da a) a d). Il termine “combinazione” lascerebbe presumere la possibilità di applicare le quattro operazioni (+, -, x, :) ai contratti derivati di cui ai punti da a) a d); tuttavia la circostanza che siano esplicitamente previste, per il Forward, Cap e Collar, solo operazioni di acquisto, dovrebbe circoscrivere alla sola operazione + la presenza di tali contratti nella combinazione.

²² Nei manuali finanziari il termine “*plain vanilla*” è di regola riferito esclusivamente agli Interest Rate Swap, nella loro stretta formulazione elementare. Lo stesso Amortising Swap, il cui nozionale decresce durante la vita del contratto, frequentemente non viene ricompreso fra gli IRS “*plain vanilla*”.

al rischio, ha ritenuto di segnalare la circostanza alla Corte dei Conti per i provvedimenti di competenza²³.

Anche in quest'ultime circostanze, per altro, in taluni casi è stata censurata dalla Corte dei Conti non la legittimità, bensì la convenienza. In particolare, la Corte dei Conti Sezione di controllo della Sicilia, nella Delibera del 27/11/07, nel pronunciarsi su un IRS associato ad un *Collar*, nel quale un *Digital Floor* conduceva il tasso a carico dell'Ente al di sopra dello stesso *Cap*, così si pronuncia: *“A sostegno del fatto che siano operazioni legittime sono ricordate le norme contenute nel DM 389/03 (attuativo della legge n. 448 del 2001), laddove vengono elencate le operazioni derivate consentite. Le disposizioni non introducono alcuna sanzione (nullità, annullabilità, inefficacia, o altro) nelle ipotesi di conclusione di altre operazioni derivate; né specifiche sanzioni si rinvencono nell'art. 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448, costituente l'antecedente di tale Decreto. Poiché gli Enti locali territoriali godono (anche rispetto allo Stato e pur per fini di legge) di piena capacità di disposizione patrimoniale (v. art. 114 Cost.) nonché di autonomia finanziaria di entrata e di spesa (v. art. 119 Cost.), non può loro negarsi la facoltà di ristrutturare il loro debito a mezzo di strumenti derivati. Unico vincolo all'utilizzo di questi è rinvenibile nel caso in cui questi comportino, nella sostanza, nuovo indebitamento non specificatamente finalizzato agli investimenti, come nel caso, per esempio, di mero allungamento del debito o di rimodulazione delle rate di pagamento mediante riduzione di quelle prossime e conseguente aumento di quelle remote (nel qual caso opererebbe il vincolo di cui all'art. 119, sesto comma, Cost.)”*. La Corte dei Conti, trascurando ogni riferimento alla Circolare del 27/5/09, conclude: *“Di conseguenza, se dal punto di vista della legittimità astratta le operazioni relative ai derivati non appaiono normalmente censurabili, invece, sotto il profilo della convenienza, le stesse (nonostante la comune dichiarazione contrattuale di assenza di speculazione, nella fattispecie inserita al punto g) delle “Dichiarazioni”) possono in molti casi risultare in concreto sconsigliabili sotto il profilo concreto del rischio e/o della loro convenienza”*.

²³ Recentemente la Corte di Conti, Sez. Abruzzo, chiamata ad esprimersi su un contratto IRS *Purple Collar*, con opzioni digitali, posto in essere in sostituzione di un IRS *In & Out*, con sentenza n. 259 del 22/4/10, ha avuto modo di riscontrare: *“L'operazione compiuta nel '04 a seguito della delibera di Giunta n. 136 presenta evidentemente una diversa strutturazione, necessariamente priva dell'opzione In & Out, con meccanismi di garanzia dell'Ente (Purple Collar) in caso di forte incremento dei tassi (Euribor 6 mesi superiore al 5,80%) e con buoni risultati finanziari in caso di tassi inferiori al 3,054%. Nel novero dei prodotti IRS, quello all'esame non appare un esemplare particolarmente sbilanciato e azzardato, quanto piuttosto un 'rientro' da precedenti esposizioni a rischio che pure potevano risultare, in determinate circostanze, produttive di temporanei vantaggi, ai quali, assieme ai rischi, la nuova strutturazione ha effettivamente rinunciato.”*

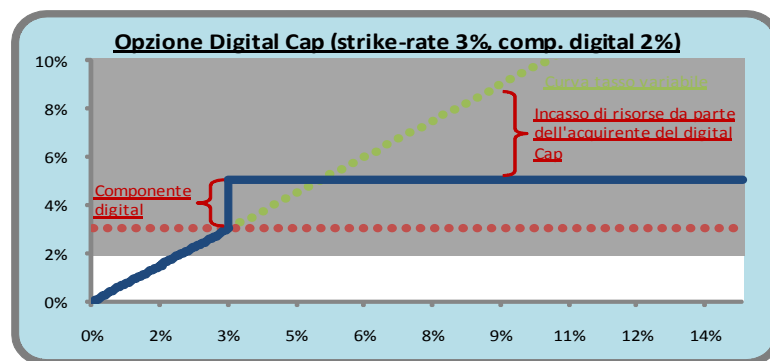
A parte i rilievi sollevati dalla corte dei Conti e le ulteriori perplessità sul portato normativo di una Circolare che, a firma di un dirigente, oltre a precisare, sembra integrare e modificare il disposto del Decreto, il termine “*plain vanilla*” impiegato nella Circolare lascia spazio a margini di incertezza che sembrano trovare soluzione, più che in un’astratta definizione, nelle caratteristiche di rischio della specifica operazione²⁴.

²⁴ Al riguardo non appare trascurabile quanto stabilito dalla Corte Costituzionale, con la sentenza n. 376 del 18/12/03, in merito alle problematiche sollevate da talune Regioni, sul portato dell’art. 41 della legge 448/01. La Corte, nel respingere le censure mosse, ha tuttavia precisato che l’esercizio dei poteri di coordinamento dello Stato non può andare ad incidere su altri valori costituzionalmente protetti quali il principio di autonomia finanziaria degli enti territoriali. La Corte sottolinea al riguardo la valenza dei limiti che lo stesso art. 41 della legge 448/01 espressamente pone all’attività riservata al MEF, subordinando l’esercizio del potere di coordinamento in questione agli specifici obiettivi del contenimento del costo dell’indebitamento e del monitoraggio degli andamenti di finanza pubblica.

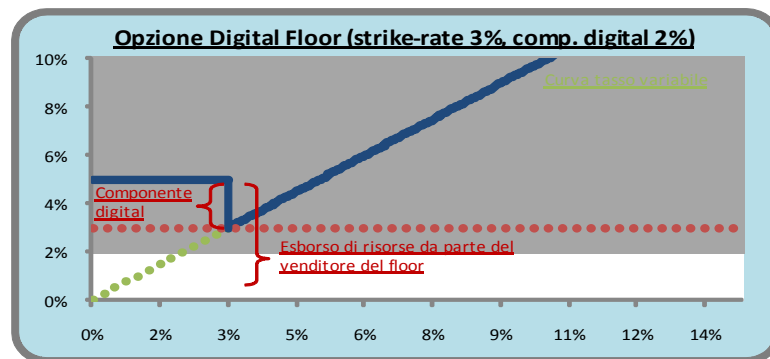
OPZIONI DIGITALI

Una tipologia particolare di opzioni è costituita dalle opzioni digitali. Altrimenti dette binarie, tali opzioni sono caratterizzate da un pay-off (guadagno) del tipo tutto o niente. Un'opzione del tipo call paga zero se un determinato parametro è inferiore ad un prefissato K , mentre paga un importo prefissato Q altrimenti. Viceversa un'opzione del tipo put paga zero se un determinato parametro è superiore ad un prefissato L , mentre paga un importo prefissato Q altrimenti. La presenza di tali opzioni nei contratti IRS inducono una discontinuità nel costo dell'operazione rispetto all'andamento del tasso di riferimento.

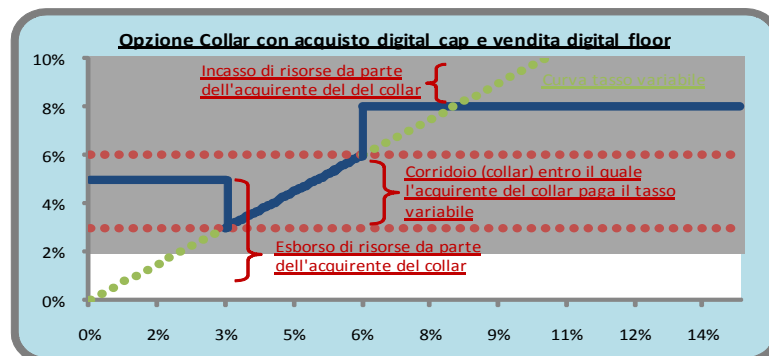
Se è posta sul Cap che l'operatore acquista per tutelarsi da un rialzo dei tassi, l'opzione digitale si caratterizza per il gradino di incremento che induce al tasso al raggiungimento del Cap rate (K): la continuità dei pagamenti dell'operatore viene interrotta dallo spread (Q) che si aggiunge al tasso convenuto.



Se è posta sul Floor che l'operatore di solito vende per pagarsi il Cap, l'opzione digitale si caratterizza per il gradino di incremento che induce al tasso al raggiungimento del Floor rate (K): la continuità dei pagamenti dell'operatore viene interrotta dallo spread (Q) che si aggiunge al tasso convenuto.



Se è posta su entrambe le barriere di un Collar viene di fatto ampliato, con un innalzamento del tasso il "corridoio".



7 - SINTESI E CONCLUSIONI.

L'accesso al mercato dei derivati da parte delle imprese e degli Enti locali nasce sostanzialmente dall'esigenza di immunizzare il risultato della gestione economica da fattori di rischio finanziario e valutario.

I derivati di prima generazione, costituiti da semplici *swap plain vanilla* e *forward*, hanno consentito a tali operatori di immunizzarsi, all'occorrenza, dalle variazioni dei tassi, dei cambi e dei prezzi delle materie prime, legando in tal modo il risultato di bilancio alle più aderenti variabili produttive e di mercato.

Nell'impiego dei derivati, nelle forme di copertura sopra menzionate, l'imprenditore o l'amministratore pubblico – in particolare nel caso di imprese medio-piccole ed piccoli enti territoriali – non esercitano alcun *risk management* delle variabili finanziarie e valutarie: non disponendo della professionalità e qualificazione necessaria, preferiscono coprire tali rischi, pagando un costo certo ma trasferendo su intermediari specializzati la relativa gestione.

L'innovazione finanziaria e la duttilità dei prodotti derivati hanno consentito agli intermediari finanziari di offrire alle controparti le più sofisticate combinazioni di *swap*, opzioni e *forward*, che meglio rispondano alle peculiari esigenze del cliente ed in particolare al livello di rischio assunto in gestione diretta.

Tuttavia le connotazioni del tessuto industriale e la cultura imprenditoriale italiana non è, per lo più, matura per prodotti di seconda generazione: dimensioni medio piccole e fragile *expertise* finanziaria precludono a buona parte delle imprese nazionali forme sospinte di gestione delle variabili finanziarie e valutarie. Al di là di semplici forme di copertura, solo imprese di struttura, cultura e tradizione consolidata possono direttamente accollarsi una qualificata gestione dei rischi finanziari.

Per le medio piccole imprese, la stessa esigenza di copertura dai rischi finanziari attesta e riprova la scelta aziendale di rimettere ad altri rischi per i quali non si dispone di conoscenze ed *expertise* per gestirli direttamente: il ricorso ai derivati assume una evidente valenza assicurativa, che risulta assai stridente con l'autocertificazione di operatore qualificato richiesta dagli intermediari finanziari.

Considerazioni analoghe devono essere fatte per gli amministratori pubblici, siano essi responsabili della gestione di enti territoriali o di enti locali di altra natura: una generale carenza di *expertise* in ambito finanziario – in particolare legata ad una gestione improntata ai principi dell'*asset & liability management* –, unita alla necessità di operare prevalentemente in un'ottica di breve-medio periodo, ha sovente condotto, anche a seguito di una normativa inizialmente lasca e confusa, ad operazioni non rispondenti alle reali esigenze degli enti locali, caratterizzate da scarso carattere assicurativo e foriere di ancor più onerose ristrutturazioni.

Agli intermediari bancari – organizzati, per i derivati, in una netta demarcazione fra centri di creazione dei prodotti finanziari e rete di collocamento – è mancata ogni forma di accostamento dei servizi prestati alle esigenze dell’impresa. Agenzie e dipendenze periferiche degli intermediari bancari, incentrate sui livelli commissionali e produttivi, scarsamente formate alle logiche di gestione dei rischi finanziari, hanno collocato su ampia scala *swap* di sofisticata struttura. Questi, avulsi da ogni strategia di *risk management*, si sono risolti in puri prodotti speculativi, ai cui risvolti economici, esaltati dall’effetto leva, risultavano di fatto ignari, sia i funzionari proponenti che gli imprenditori acquirenti.

Le diffuse e ripetute “ristrutturazioni”, intervenute per lo più nella più completa opacità e inconsapevolezza della spirale ascendente di indebitamento, sono state spesso sospinte oltremisura, sino al limite estremo di fido ed oltre.

Il fenomeno degli *swap* si è prodotto ed amplificato nel corso di più anni ad opera di taluni importanti *player* del mercato dei derivati: indagini prima campionarie poi estese alla generalità del mercato dei derivati, hanno evidenziato significativi aspetti di criticità e patologia, ancor prima che le ripercussioni sui bilanci delle imprese e degli Enti locali divenissero palesi.

E’ singolare la circostanza che le Autorità di Vigilanza non siano intervenute per tempo: lo spirito della legge, oltre che il portato letterale, contemplava presidi di tutela che sono risultati disattesi.

L’impiego distorto dell’autocertificazione di operatore qualificato è sintomatico di una cultura ancora radicata e diffusa che abusa del ruolo speciale, riservato all’operatore bancario, a danno dei valori costituzionalmente protetti: l’esigenza e l’interesse del cliente, sia esso risparmiatore od operatore economico, risultano pesantemente condizionati dall’interesse dell’intermediario.

Come in altre recenti vicende che hanno interessato i rapporti fra Banca e clientela, l’impiego distorto delle prerogative speciali riservate all’intermediario bancario non ha riguardato casi singoli e sporadici, ma bensì ha assunto le connotazioni generali di una “mattanza”. Troppo spesso i comportamenti dell’operatore bancario occupano e impegnano la Magistratura, chiamata – non per singoli accadimenti ma per fatti generalizzati – a surrogare e colmare carenze istituzionali.

Il tradizionale rapporto di fiducia, che per decenni ha caratterizzato i rapporti fra operatore/risparmiatore e banchiere, soffre un momento storico di profonda crisi: il peculiare interesse pubblico ricoperto dall’intermediario bancario, nel collegamento fra risparmio e sviluppo, ne giustifica un’accurata protezione e tutela, ma rende più aberranti comportamenti che ostacolano e travisano la stessa funzione a cui preposto l’intermediario.

Analisi edulcorate e giustificazioni che sviino o riconducano le cause del fenomeno dei derivati a circostanze posticce e contingenti, non giovano ad un percorso di ricostruzione di un rapporto di prossimità ed assistenza alla clientela che, nell’opinione ormai diffusa, appare carente e desueto.