

“GLI INTEREST RATE SWAP NEGLI ENTI LOCALI:
RISCHI, OPPORTUNITÀ E NUOVO PROFILO GIURIDICO”

MARINA SPECA

pubblicazione internet realizzata con contributo della



società italiana di economia pubblica

dipartimento di economia pubblica e territoriale – università di Pavia

GLI INTEREST RATE SWAP NEGLI ENTI LOCALI: RISCHI, OPPORTUNITÀ E NUOVO PROFILO GIURIDICO

di Marina Speca *

1. Premessa

L'*Interest Rate Swap* è "il contratto con il quale due controparti si accordano per scambiarsi reciprocamente due flussi di pagamento di interessi, calcolati su un capitale virtuale di riferimento e per un certo periodo di tempo".

L'evoluzione ed il crescente utilizzo di questo strumento da parte degli enti locali deriva direttamente dagli scopi che con questa operazione è possibile realizzare, rappresentati dalla capacità di *inserire elementi di flessibilità* all'interno di una struttura debitoria non equilibrata o che presenta una concentrazione di indebitamento in alcune categorie di tasso, di *ridurre*, al tempo stesso, *i rischi* connessi all'oscillazione dei tassi di interesse e di *realizzare economie* sugli interessi da pagare nel breve periodo.

Tali vantaggi sono conseguiti senza modificare in alcun modo il rapporto fra il vecchio erogatore del finanziamento e l'ente, rapporto che rimane *invariato* perché l'operazione di Interest Rate Swap si pone a latere della vecchia posizione debitoria, non mutando minimamente il contratto di mutuo sottostante.

Prima di analizzare come e attraverso quale iter logico-normativo si possa realizzare tale serie di vantaggi, è opportuno esaminare il contesto che ruota intorno all'Interest Rate Swap (IRS) sia concettualmente, sia all'interno dell'ampia categoria di cui l'IRS fa parte, vale a dire quella dei cosiddetti "*strumenti finanziari derivati*", per poi descriverne le sue caratteristiche e le sue componenti essenziali, anche ai fini del calcolo della convenienza economica e finanziaria e della modalità di contabilizzazione all'interno del bilancio dell'ente locale.

2. La gestione attiva dell'indebitamento

Seppur all'interno dei vincoli imposti dalla legge, gli enti si muovono e agiscono secondo logiche economiche e di mercato, una volta quasi del tutto sconosciute, tese all'ottenimento di obiettivi determinati nella fase della programmazione e secondo quei principi di *efficienza, efficacia ed economicità* che sono diventati i nuovi capisaldi della loro gestione economica e finanziaria.

* Dottoranda di ricerca in "Aspetti costituzionali, politici, economici e gestionali della Contabilità Pubblica" presso l'Università degli Studi di Teramo.

In questo nuovo assetto economico ed amministrativo, che vede gli enti locali sempre più simili a delle vere proprie aziende private, nuove concezioni sono maturate nel modo di gestire e di concepire il bilancio di un ente locale, specialmente per quanto concerne l'indebitamento.

Tutto il patrimonio, e quindi anche il debito, non è più considerato come un elemento statico ed immutabile ma come elemento fortemente dinamico e modificabile in base alle continue e diverse esigenze. Prefissato l'obiettivo in fase programmatica, tutta la gestione deve ruotare intorno ad esso al fine di raggiungerlo, tenendo presente che i continui mutamenti degli scenari di mercato possono, a volte anche molto rapidamente, modificare ed alterare tutti o alcuni dei presupposti che erano alla base delle decisioni economiche-finanziarie dell'ente, inducendolo a cambiare prontamente rotta. La gestione deve, di conseguenza, diventare una gestione "attiva".

L'Interest Rate Swap si inserisce proprio in questa nuova visione di "gestione attiva dell'indebitamento", gestione che passa attraverso la "ristrutturazione del debito", relativa a quell'insieme di operazioni attraverso cui la gestione attiva viene realizzata.

Più in particolare, per "Gestione attiva dell'indebitamento" (detta anche *Liability Management*), si intende una gestione che, se correttamente applicata, permette all'ente di non subire passivamente le oscillazioni del mercato relative ai tassi di interesse ma di sfruttarle a proprio vantaggio modificando, in base alle esigenze e alle future aspettative di mercato, le proprie posizioni debitorie.

Di fatti, esiste una forte correlazione tra tassi di interesse e struttura debitoria, soprattutto se le fonti di finanziamento presenti all'interno del bilancio dell'ente risultano, per la maggior parte, ancorate ad un tasso di interesse variabile. Le oscillazioni del mercato dei tassi di interesse avranno allora non poche ripercussioni sui bilanci degli enti locali, con effetti positivi o negativi a seconda dell'andamento seguito dalla curva dei tassi di interesse.

D'altronde, nella scelta della fonte di finanziamento non è facile predeterminare se convenga optare per un tasso fisso o un tasso variabile. Entrambe le soluzioni presentano al tempo stesso vantaggi ma anche svantaggi.

Optare per un *tasso fisso* significa, in generale, scegliere di pagare un tasso che sarà costante per tutta la vita del debito, che è noto fin dal momento della stipulazione del contratto e che dà, fin dal principio, un'esatta conoscenza circa l'ammontare dei pagamenti da effettuare per tutta la durata di ammortamento del debito; non si subiscono le oscillazioni del mercato ma ci si espone al rischio di una diminuzione del tasso di mercato che, se inferiore al tasso fisso, comporta il pagamento di quote di interesse molto più elevate rispetto a quelle calcolate sul tasso di interesse presente in quel momento sul mercato.

Per contro, scegliere un *tasso variabile* significa calcolare di volta in volta le quote di ammortamento da pagare, per quanto riguarda la quota interessi, in base ad un tasso di riferimento che muta continuamente seguendo le oscillazioni del mercato; vuol dire, quindi, risparmiare in caso di una sua diminuzione e subire delle perdite, anche elevate, nel caso in cui subisca un forte rialzo e diventi superiore al fisso.

Il calcolo della convenienza per l'una o per l'altra forma non è agevole per il fatto che mentre il tasso fisso è sempre confrontabile (si possono, infatti, conoscere e confrontare i tassi fissi applicati dalla Cassa Depositi e Prestiti o da istituti di credito privati), il tasso variabile non è omogeneo, perché calcolato in maniera diversa a seconda della tipologia di finanziamento considerata, e quindi, non è confrontabile.

In generale, fare previsioni sul futuro andamento del mercato è di vitale importanza sia nella scelta iniziale tra tasso fisso e tasso variabile, sia, successivamente e qualora risultasse necessario, per modificare le condizioni cui erano stati contratti i prestiti; in questo senso, gestire attivamente vuol dire realizzare una struttura che consenta non di subire ma di “sfruttare” le oscillazioni del mercato per trasformarli in vantaggi.

Ogni ente andrà alla ricerca di quelle soluzioni di rimodulazione del debito che gli sono più congeniali e che gli permetteranno non soltanto di diminuire l'esposizione debitoria nel suo complesso ma anche, di conseguenza, di migliorare la propria capacità di indebitamento.

Il concetto di gestione attiva del debito è un concetto relativamente recente. La sua nascita è stata determinata da una serie di modifiche sostanziali nel campo dei mutui contratti dagli enti locali. In effetti, fino a qualche anno fa la maggioranza dei mutui facenti capo agli Enti Locali era contratta con la Cassa Depositi e Prestiti e, per una quota minoritaria, con istituti di credito privato; tali mutui potevano assumere una sola forma, cioè quella del tasso fisso, per la Cassa DD.PP., o di un tasso massimo fissato da decreti ministeriali per quelli con gli Istituti bancari. Il tasso pressoché costante unito al fatto che lo Stato rimborsava la maggior parte dei mutui stessi liberava e rendeva immune l'ente da qualsiasi tipo di rischio, deresponsabilizzando di fatto i dirigenti che non erano in nessun modo indotti a gestirli o modificarli per far diminuire il costo del proprio indebitamento.

La netta modifica di tali condizioni,¹ assieme alla necessità di rispettare i vincoli introdotti dal Patto di Stabilità Interno, hanno mutato lo stato di cose, introducendo le nuove logiche sopra esplicitate.

¹ In particolare, allo stato attuale:

- Lo Stato non concede più contributi sui mutui concessi dalla Cassa,

Gli *obiettivi* che si vogliono perseguire tramite una gestione attiva sono:

- *ottimizzare il costo* dell'indebitamento;
- *minimizzare i rischi* ad esso connessi.

Essa può avere per oggetto sia le operazioni riguardanti lo stock di debito precedentemente contratto, riferibile a passate politiche di indebitamento, sia il debito attuale o quello da attivare nel momento presente o da pianificare nell'immediato futuro.

Una gestione attiva oculata deve preoccuparsi di ricercare il mix ottimale tra le fonti di finanziamento, scegliendo ognuna di esse sulla base del rapporto finalità/convenienza, e monitorare continuamente la composizione quantitativa e temporale delle risorse in modo da assicurare un turnover che generi adeguata liquidità.

In definitiva, per creare una struttura "*ottimale*" dal punto di vista finanziario, economico e temporale occorre riuscire a minimizzare il costo del capitale acquisito, massimizzare il rendimento degli investimenti e, al tempo stesso, assicurare il perdurare dell'equilibrio tra fonti e impieghi tramite un monitoraggio continuo e costante che verifichi la presenza di tali condizioni nel breve, ma anche nel medio e nel lungo periodo.

3. L'Asset Liability Management (ovvero la gestione integrata dell'attivo e del passivo)

L'aumento della liquidità a disposizione degli enti, dovuta all'aumentare delle tipologie e delle fonti di finanziamento cui fare ricorso, ha poi determinato l'introduzione di un concetto nuovo che sappia combinare efficacemente entrambi gli aspetti della finanza locale: fonti di finanziamento ed investimenti, cioè a dire *indebitamento e liquidità*.

Non ci può più essere una gestione separata, ma solo una gestione *congiunta*: occorre coordinare e combinare insieme attività e passività considerandole come un tutt'uno perché facenti capo della stessa realtà, cioè dello stesso bilancio, quindi due facce della stessa medaglia.

Nata negli Stati Uniti come nuovo approccio alla gestione del bilancio da parte delle banche e partendo dall'assunto che è impossibile rimuovere il rischio, sia perché esso è per sua natura ineliminabile, sia perché l'operazione avrebbe un costo talmente elevato da risultare antieconomica,

- La Cassa ha indirizzato la sua offerta anche verso mutui a tasso variabile e mutui a tasso fisso con diritto di estinzione anticipata alla pari;
- Sono state introdotte nuove forme di finanziamento rappresentate dai prestiti obbligazionari;
- I tassi, sia fissi che variabili, sono ancorati al mercato, cioè all'Euribor per il tasso variabile e all'Interest Rate Swap per il tasso fisso;
- Il Patto di Stabilità Interno è stato esteso anche agli enti locali (art. 28 della Finanziaria '99, legge 23 dicembre 1998) e, mirando al raggiungimento di obiettivi in termini di rapporto debito/pil e riduzione indebitamento, ha introdotto, tramite Leggi Finanziarie successive, politiche di contenimento del debito da parte degli enti stessi.

tale gestione, definita “*Asset Liability Management*” (o “*Gestione integrata dell’attivo e del passivo*”) si pone, quindi, l’obiettivo non di eliminare il rischio ma di *gestirlo*.

L’*Asset Liability Management* è una metodologia di gestione delle poste finanziarie che prende in considerazione non solo l’aspetto relativo alla gestione del rischio ma anche il loro *orizzonte temporale*: nell’ottica di ridurre il livello complessivo di rischio essa cerca di stabilizzare l’equilibrio finanziario instaurando una migliore corrispondenza temporale tra i flussi monetari prodotti dalle attività e i flussi monetari prodotti dalle passività in modo che non si creino situazioni di mancanza di liquidità.

Le tecniche di gestione congiunta di attivo e passivo prendono in considerazione le attività e le passività che fanno capo ad un qualsiasi bilancio (in questo caso al bilancio di un ente locale) e le riclassificano sulla base della loro “*sensibilità*”, cioè sulla base della reattività che tali poste presentano *rispetto alle variazioni del tasso di interesse di mercato* con riferimento ad un periodo di tempo prefissato; in altre parole, saranno considerate *sensibili* tutte quelle attività e/o passività che, nel periodo di riferimento considerato, o sono in scadenza, e generano, quindi, una conseguente entrata e/o uscita monetaria per l’ente, o sono sottoposte ad una revisione contrattuale avente ad oggetto il tasso di interesse attualmente applicato.

Conoscendo ed analizzando, nel breve ma anche nel medio e lungo periodo, il saldo tra attività e passività sensibili l’ente può agire attivamente ed in maniera integrata per raggiungere gli *obiettivi di copertura* che si è prefissato.

Infatti, se il saldo è *nullo*, vale a dire se le attività sensibili sono uguali alle passività sensibili, l’ente può considerarsi immune dal rischio d’interesse. Ogni mutamento del tasso di mercato si rifletterà nello stesso modo su attività e passività. Ad esempio, in caso di aumento del tasso, si produrrà una variazione positiva, riferita alle attività sensibili, ed una negativa, riferita alle passività sensibili: le due variazioni, considerate nel loro complesso, si annulleranno a vicenda.

Nel caso in cui il saldo sia *diverso da zero* occorre considerare l’andamento dei tassi.

Se il saldo è *positivo*, cioè le attività sensibili sono maggiori delle passività sensibili e si è in periodi di ascesa dei tassi, l’effetto complessivo sarà positivo perché l’aumento del tasso si distribuirà maggiormente sulle attività che sulle passività.

Se, invece, lo scostamento è *negativo*, cioè le attività sensibili sono minori delle passività sensibili, si continuerà ad avere un effetto positivo solo se si è in un periodo di discesa dei tassi, in cui una diminuzione del saggio farà sentire il suo peso soprattutto sulle passività.

Conoscendo il saldo tra attività e passività ed il prevedibile andamento dei tassi di mercato è possibile, in ogni momento, determinare la migliore strategia da perseguire per far sì che il

mutamento del tasso agisca in modo da migliorare il *margin di interesse*, cioè il differenziale tra tassi attivi e tassi passivi, ed in modo da ristrutturare le posizioni creditorie e debitorie sensibili, anticipandone o posticipandone la scadenza, per far prevalere le prime sulle seconde o viceversa, a seconda dell'andamento dei tassi.

La gestione integrata dell'attivo e del passivo è alla continua ricerca di un *trade-off*, cioè una giusta ed equa combinazione e mediazione tra tre variabili, rappresentate da *rischio*, *rendimento* e *liquidità*; combinazione che, naturalmente, varierà in base alle caratteristiche specifiche e alle attitudini proprie di ogni ente/azienda nella considerazione che un più alto rendimento è possibile solo accettando un rischio elevato.

La scelta più giusta e confacente alle peculiarità dell'ente si può, infatti, collocare all'interno di due estremi: optare per un livello di rischio modesto e, di conseguenza, per un basso rendimento o preferire un livello di rischio piuttosto alto in vista dell'ottenimento di un maggior rendimento (il massimo possibile) restando in balia delle oscillazioni di mercato e dipendendo dalle stesse.

In definitiva, tutto dipende dalla cosiddetta "*propensione al rischio*" che è diversa per ogni ente e che, naturalmente, non assume la stessa configurazione di una qualsivoglia azienda privata per tutta una serie di motivazioni legate alle caratteristiche tipiche di un'azienda pubblica ed alla conseguente normativa in merito².

Per comprendere come venga praticamente attuata una gestione integrata e come essa riesca a legare assieme le variabili sopra indicate e la propensione al rischio, occorre innanzitutto delineare la serie di *steps consequenziali* attraverso i quali essa si svolge, ricomprendendoli in quattro fasi fondamentali:

1° Fase. La prima fase riguarda essenzialmente la *raccolta dati*: occorre raccogliere tutte le informazioni utili alle fasi successive, relative cioè alla struttura di attività e passività del bilancio dell'ente preso in considerazione, in termini di composizione, scadenza, tassi (ad esempio la prevalenza di tassi attivi anziché passivi o di tassi fissi anziché variabili). In pratica, occorre operare quell'"*analisi di sensitività*" precedentemente esaminata, definendo, non solo per l'anno in corso ma anche per gli anni a venire, una struttura per scadenze di attività e passività che individui quelle cosiddette "*sensibili*".

² Come si vedrà del prosieguo, ad esempio, è fatto divieto agli enti locali di utilizzare prodotti derivati per fini speculativi. Inoltre, la normativa in tema di responsabilità amministrativa e contabile ha reso personalmente responsabile i Dirigenti per i danni arrecati all'Amministrazione in conseguenza di azioni poco oculate come possono rivelarsi quelle relative all'ALM.

La fase si conclude con la *determinazione del rischio complessivo*, cioè del rischio cui è soggetto l'ente al momento presente e che dipende strettamente dalla struttura per scadenze e tassi delle sue attività e passività.

2° Fase. Consiste nel determinare *l'effetto di possibili variazioni dei tassi di interesse*.

Naturalmente un cambiamento dei tassi produrrà effetti diversi a seconda della struttura di attività e passività, così come determinata nel precedente stadio.

Innanzitutto, occorre precisare che l'ente sarà comunque influenzato dal cambiamento del tasso, sia se la sua struttura è rigida, cioè se i tassi fissi prevalgono sui tassi variabili, sia se, al contrario, presenta una composizione di attività e passività in cui la presenza del tasso variabile sia superiore a quello fisso.

Nel primo caso, considerando solo il lato delle *passività*, sarà esposto al rischio di una diminuzione dei tassi di mercato perché, se si verifica tale evento, avrà un costo relativo al debito maggiore, se paragonato al costo di indebitamento a tasso variabile e non otterrà nessun effetto benefico dalla situazione presente sul mercato; un effetto positivo sarà ottenuto in caso di aumento del tasso.

Nel secondo caso, cioè in presenza di una struttura del debito con tasso variabile superiore al fisso, sarà esposto alle oscillazioni del mercato ottenendo un vantaggio in caso di una diminuzione del tasso di mercato ed uno svantaggio in caso di un suo aumento.

Discorso opposto va fatto se si considerano non le passività ma le *attività*: in questo caso, una struttura rigida risente positivamente di una diminuzione dei tassi e negativamente di un loro aumento; viceversa per una struttura variabile: l'effetto è positivo se il tasso aumenta, negativo se il tasso diminuisce.

Queste affermazioni vanno valutate solo sulla base del confronto tra le due strutture che può avere l'ente; in pratica, tali argomentazioni paragonano due situazioni antitetiche per determinare la convenienza dell'una e dell'altra, cioè a dire i vantaggi e gli svantaggi di ognuna delle due strutture rispetto alle oscillazioni del mercato, e per individuare i rischi cui si va incontro e/o le opportunità che si perdono se si preferisce optare per l'una o per l'altra soluzione.

In altre parole, occorre definire il *costo-opportunità*, cioè fondare la convenienza di una scelta considerando l'opportunità che si perderebbe se si fosse operata la scelta opposta; nel caso specifico, il costo-opportunità è inteso come la conseguenza della decisione,

all'origine, di indebitarsi a tasso fisso piuttosto che a tasso variabile ed è il risultato della seguente formula:

$$\text{Costo-Opportunità} = (\text{Tasso fisso} - \text{Tasso variabile} \times 365/360) \times \text{Debito Residuo}$$

Se, all'origine, l'ente aveva optato per il tasso variabile e tale tasso era inferiore al tasso fisso, la convenienza della scelta continuerà a sussistere fino a quando il tasso variabile si manterrà su valori minori del fisso, determinando un costo-opportunità positivo³.

3° Fase. Nella 3° fase si confronta *il rischio effettivo*, così come calcolato negli steps precedenti con *il rischio voluto*, cioè il rischio finanziario che si è disposti a sopportare e che dipende in maniera diretta e determinante dalle caratteristiche e dalle peculiarità di ogni singolo ente. Come risulta dalle considerazioni fatte, non essendo eliminabile un minimo rischio ci sarà comunque: occorre quindi definirne il “livello”.

Se il rischio effettivo è *maggiore* di quello desiderato si dovrà intervenire, procedendo, ad esempio, all'introduzione di un derivato che in qualche modo contenga il rischio suddetto; al contrario, se il rischio effettivo è *minore* di quello voluto, ad esempio per condizioni congiunturali particolarmente favorevoli o perché, precedentemente, ci si è messi al riparo dal rischio e le previsioni fatte si sono verificate anche al di sopra delle aspettative, l'analisi si conclude a questo livello per riprenderla successivamente e a distanza di un tempo non troppo esteso e, comunque, determinato a priori, per monitorare costantemente il livello di attività e passività per scadenze e tassi ed in modo da modificarlo prontamente nel caso in cui non sia più in linea con le condizioni presenti sul mercato.

4° Fase. La quarta ed ultima fase è eventuale e consiste nell'*introduzione di uno strumento derivato*. Scopo dello strumento derivato è di cambiare la struttura del debito, in modo da cogliere opportunità offerte dalle condizioni del mercato e sanare lo squilibrio esistente nell'ottica complessiva di diminuire l'esposizione al rischio.

3.1 La gestione del passivo

L'Asset Liability Management riguarda una corretta gestione sia dell'attivo che del passivo.

³ Tale situazione, presenza di un tasso di mercato molto al di sotto del tasso fisso, è stata proprio una delle cause che ha spinto molti enti a rivedere, nel corso degli ultimi anni, le proprie posizioni debitorie, per la maggior parte a tasso fisso, determinando una spiccata propensione verso il tasso variabile.

Tralasciando, per il momento, la gestione dell'attivo, l'ALM relativa alla gestione del passivo si basa, in primo luogo, sulla *diversificazione*.

Diversificare significa scegliere la combinazione del proprio indebitamento in modo da minimizzare i rischi legati alle diverse fasi della politica monetaria, per diminuire la volatilità dei flussi per interessi.

Tramite la diversificazione si combinano *insieme* prodotti a tasso fisso e prodotti a tasso variabile in modo che la struttura dell'indebitamento risulti formata da alcune posizioni con tasso fisso e altre posizioni con tasso variabile. Scegliendo tasso fisso e tasso variabile si ottiene la *riduzione del peso complessivo degli oneri relativi dell'indebitamento* e la *minimizzazione dei costi-opportunità*: le oscillazioni di mercato non influenzeranno il costo del debito perché si distribuiranno in maniera sostanzialmente equilibrata tra le varie posizioni in essere. Variazioni in aumento o in diminuzione dei tassi comporteranno per alcune posizioni un aumento del costo, per altre una sua diminuzione; l'effetto complessivo sarà quindi nullo e pertanto si avrà la *neutralizzazione* e l'*immunizzazione* dalla volatilità dei tassi.

Per ottenere lo scopo voluto occorre, naturalmente, che le posizioni debitorie siano adeguatamente scelte e graduate fin dalla loro origine, in modo da avere una composizione, in termini percentuali, "ottimale" tra passività a tasso fisso e passività a tasso variabile. Infatti, se ciò non si verifica le oscillazioni porteranno comunque a modificare il costo dell'indebitamento, aumentandolo o riducendolo, modifiche che saranno tanto più spiccate quanto più si sarà preferito optare, nel complesso, per posizioni a tasso variabile piuttosto che per posizioni a tasso fisso.

La diversificazione del passivo può essere realizzata in vari modi. Tutti perseguono uno stesso obiettivo, non far dipendere le poste passive da un solo parametro, ed hanno per oggetto quelle particolari variabili che sono in grado di influenzare il bilancio e di far nascere quello specifico rischio finanziario che può essere coperto tramite strumenti derivati e che verrà approfondito in seguito.

La diversificazione può essere di tre tipi:

❖ *per tipo di indicizzazione*: partendo dall'assunto che la determinazione del tasso avviene in maniera diversa⁴ a seconda che il tasso applicato sia fisso o variabile e a seconda dell'Istituto

⁴ In particolare, se il tasso è *fisso* la sua determinazione cambia a seconda del soggetto con cui il mutuo è stato contratto. Distinguendo tra istituti finanziatori si avrà:

- A. *Cassa DD.PP.*: il tasso non è contrattabile, ma è deciso con apposito decreto del Ministero del Tesoro;
- B. *Istituto per il credito sportivo*: non è contrattabile ed è deciso dal Consiglio di Amministrazione;
- C. *Banca Europea degli Investimenti (B.E.I.)*: il tasso è fissato periodicamente dalla BEI in base al costo della raccolta;

finanziatore e considerando che il tasso di riferimento può essere l'*Euribor*⁵ o il *Libor*⁶, agganciare ad entrambi questi parametri le posizioni debitorie determinerà la riduzione dei rischi di mercato;

- ❖ *per scadenza*: considerato che più è lunga la scadenza maggiore è il rischio, converrà diversificare facendo prevalere posizioni debitorie a breve/media scadenza, tenendo conto, al tempo stesso, anche del costo complessivo dell'operazione;
- ❖ *per divisa*: è un tipo di diversificazione poco utilizzata dagli enti.

Un altro esempio di diversificazione è quella che ha per oggetto la riduzione dei *rischi di approvvigionamento*; in tal caso, diversificare significa agire o sul lato del prodotto, in questo caso dei mutui, scegliendoli il più possibile diversi l'uno dall'altro per tipologie e caratteristiche tecniche, o sul lato della controparte, diversificando gli istituti finanziatori in modo da non dipendere esclusivamente da uno di essi e da vagliare ogni singola operazione di indebitamento in modo da ottenere le condizioni più convenienti tra quelle offerte in quel momento. Si potrà avere, quindi, una diversificazione:

- *per tipologia di prodotto*;

D. *Istituti di credito privati*: è contrattabile ma non deve comunque essere superiore al limite massimo stabilito dal Ministero del Tesoro. Il parametro di riferimento, cui va aggiunto uno spread che varia relazione alla durata delle operazioni, è l'*Interest Rate Swap*, cioè il tasso lettera verso Euribor a 6 mesi rilevato alle ore 11 del giorno lavorativo precedente quello di stipula del contratto;

Se il tasso è *variabile*, invece, il suo valore può essere legato a due tipi di parametri:

- A. *Parametri di mercato*: come l'Euribor e il Libor;
- B. *Parametri non standardizzati*: fissati da decreti ministeriali.

La sua determinazione, se riguardante un mutuo contratto con un'*azienda di credito privata*, è lasciata alla libera contrattazione delle parti ma non deve comunque essere superiore al limite massimo stabilito dal Ministero del Tesoro. In generale, comunque, fa riferimento al *tasso Euribor a 6 mesi*, rilevato il secondo giorno lavorativo bancario antecedente la decorrenza di ciascun periodo di interessi e la sua misura è calcolata in rapporto alla durata del mutuo: 10 anni, fino a 15 anni e oltre 15 anni.

Il tasso variabile applicato sui mutui contratti con la *Cassa DD.PP.*, invece, è fissato periodicamente con decreto dal Ministro del Tesoro ed è definito da una *media aritmetica del tasso Euribor a 6 mesi* rilevato nei giorni lavorativi del mese che precede di una mensilità l'inizio del periodo di riferimento della rata di ammortamento, più una maggiorazione a seconda della durata del mutuo.

Il tasso variabile applicato dalla Cassa costituisce, da sempre, un punto di riferimento fondamentale per i calcoli di convenienza dell'Ente Locale, una sorta di "benchmarking", in quanto trasparente, onnicomprensivo e strutturalmente più basso rispetto al mercato.

⁵L'*Euribor*, acronimo di Euro Interbank Offered Rate è il nuovo tasso dei depositi interbancari introdotto con Decreto del Ministero del Tesoro del 23 dicembre 1998, per sostituire il Ribor (Rome Interbank Offered Rate) è un tasso nominale annuo, variabile di semestre in semestre, determinato in base alle quotazioni del tasso lettera sei mesi Euribor prevalente sul mercato interno UME dei depositi interbancari, rilevato giornalmente alle ore 11,00 (ora dell'Europa Centrale) dal Comitato di Gestione dell'Euribor (Euribor Panel Steering Committee), secondo il criterio giorni effettivi/360 e diffuso nei principali circuiti telematici, sui principali quotidiani...etc.

⁶*Libor* è, invece, l'acronimo di London Interbank Offered Rate, ossia il tasso rilevato sulla piazza di Londra in base alle quotazioni espresse da un gruppo di banche. E' un tasso non operativo anche se è utilizzato come base per moltissimi contratti derivati.

- *per tipo di controparte.*

Entrambe verranno esaminate in seguito, quando si analizzerà il Decreto Ministeriale (in via di pubblicazione) relativo all'utilizzo dei derivati da parte degli enti locali.

3.2 La gestione dell'attivo

L'ente locale è per sua natura molto diverso da un'azienda privata, sia per l'obiettivo da raggiungere, rappresentato da una gestione efficiente ed efficace della cosa pubblica, sia per la natura dei bilanci, basati su un sistema di entrate proprie e trasferite.

La particolare articolazione del suo bilancio fa sì che, nella maggior parte dei casi, non ci sia corrispondenza diretta tra entrate e spese, nel senso che molto spesso si verifica *un'asincronia temporale* tra entrate e spese.

Per quanto riguarda i trasferimenti, se è certo l'ammontare che ogni anno l'ente otterrà, ad esempio, dallo Stato, non c'è certezza sul periodo del versamento, cioè sul momento preciso in cui tale somma sarà a disposizione dell'ente. Di conseguenza, si crea uno sfasamento temporale che può comportare mancanza di liquidità da parte dell'ente, generare crisi di liquidità o, nel caso estremo, l'impossibilità di far fronte alle obbligazioni assunte.

Tale sfasamento, difficilmente gestibile, si risolve, più che nel breve, nel lungo periodo. Infatti, in un orizzonte temporale di lungo periodo la situazione è più definita e l'entrata sicuramente riscossa.

L'asincronia gestionale di breve periodo, dovuta alla difficoltà di determinare precisamente l'entrata rispetto alla spesa, che è certa sia nell'ammontare che nella data di pagamento⁷, comporta una gestione dell'Asset Liability Management indipendente.

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

Anche nel caso di gestione dell'attivo molto importante è diversificare. Sia che si tratti di liquidità a *medio/lungo periodo*, quale un'emissione obbligazionaria, che di *liquidità a breve*, occorre trovare il modo di reinvestire entrambe le somme in maniera remunerativa.

⁷ Si pensi, ad esempio, al rimborso di un mutuo che avviene secondo un piano di ammortamento predeterminato e definito fin dal momento dell'accensione.

Gli strumenti utilizzati per gestire la liquidità a breve, per la maggior parte di derivazione bancaria, sono rappresentati da:

- *anticipazione;*
- *pronto contro termine;*
- *acquisto di BOT;*
- *gestione patrimoniale;*
- *prodotti o titoli strutturati che contengono implicitamente dei derivati.*

4. La ristrutturazione del debito

Come già affermato in precedenza, una gestione attiva dell'indebitamento, così come una gestione integrata dell'attivo e del passivo che tenga presente anche l'obiettivo della diversificazione, può essere efficacemente realizzata tramite quell'insieme di operazioni che, nel loro complesso, rientrano nel concetto di "*ristrutturazione del debito*".

Attraverso la ristrutturazione del debito l'ente locale modifica le proprie posizioni debitorie e, tramite il cambiamento di alcune o di tutte le condizioni cui le stesse erano state contratte, riesce ad avvantaggiarsi delle particolari condizioni presenti sul mercato per raggiungere un beneficio economico che libera risorse in bilancio ed apporta liquidità aggiuntiva.

Gli strumenti attraverso cui è attuabile la ristrutturazione, definiti appunto "*strumenti di ristrutturazione del debito*", possono riguardare la gestione del solo debito residuo, e, in questo caso, prendono il nome di strumenti di ristrutturazione *tradizionali*, oppure possono essere riferiti ed applicati anche al debito attuale o quello da attivare nell'immediato futuro. Si parla, in tal caso, di strumenti *innovativi*.

Gli strumenti di ristrutturazione del debito *tradizionali* sono:

- la rinegoziazione;
- l'estinzione anticipata.

Entrambi hanno una diversa disciplina a seconda che siano riferibili a mutui contratti con la Cassa DD.PP. o a mutui contratti con istituti di credito ordinari.

Gli strumenti *innovativi* sono rappresentati da:

- prodotti derivati, tra cui rientrano gli swap;
- cartolizzazioni;
- project financing.

5. I prodotti derivati

I prodotti derivati (detti anche “strumenti finanziari derivati”), già ampiamente e da molto tempo utilizzati dalle imprese private, sono attività finanziarie il cui valore “deriva” dalle performance, ossia dai risultati, di un’attività sottostante⁸; il loro valore, quindi, dipenderà e cambierà in base alle variazioni della variabile di riferimento, che può assumere sia natura finanziaria sia natura reale (ad esempio un indice di Borsa, un tasso d’interesse o un tasso di cambio).

Le *principali categorie* di contratti derivati sono:

- *SWAP*: è il contratto con il quale due parti si accordano per scambiarsi determinati beni o a liquidarsi la differenza fra due somme ancorate ad un parametro di riferimento;
- *OPTION*: è il contratto che attribuisce ad una delle parti, dietro pagamento di un corrispettivo detto premio, la *facoltà* di acquistare o vendere determinate attività ad un certo prezzo oppure di riscuotere un importo determinato in base all’andamento di un indicatore di riferimento entro un dato termine o alla scadenza dello stesso;
- *FUTURE*: si tratta di un contratto standardizzato con il quale le parti si impegnano a *scambiare*, ad una data prestabilita, determinate attività oppure a versare o a riscuotere un importo determinato in base all’andamento di un indicatore di riferimento;
- *FORWARD RATE AGREEMENT (FRA)*: è un contratto mediante il quale due controparti si impegnano a scambiare fra loro, ad una scadenza ben definita, un flusso di cassa corrispondente al *differenziale* fra il tasso monetario del momento (Euribor) ed un predeterminato livello di riferimento⁹.

Sulla base delle definizioni date si può compiere una distinzione all’interno degli strumenti derivati a seconda che essi siano *simmetrici* o *asimmetrici*.

Per *strumenti simmetrici* si intendono quegli strumenti in cui, alla fine della scadenza o delle scadenze pattuite, al guadagno di una delle parti corrisponderà una perdita speculare per l’altra. Sono strumenti simmetrici i future, gli swap e i forward rate agreement.

⁸ In generale, infatti, gli strumenti finanziari possono essere distinti in:

Principali: come i titoli di Stato, le azioni, le obbligazioni, i mutui, etc..;

Derivati: il cui valore “deriva” o dipende dall’evoluzione di un parametro o di un’attività finanziaria sottostante.

⁹ A differenza delle opzioni, in cui la facoltà viene acquisita solo dietro pagamento del premio, il FRA è un contratto che vincola le parti. Rispetto allo swap sui tassi di interesse, che per definizione ha durata pluriennale, il FRA si riferisce ad *un unico futuro intervallo temporale*, in genere trimestrale o semestrale, e viene quindi utilizzato per fronteggiare variazioni di tasso nel breve periodo.

Per contro, negli *strumenti asimmetrici* non c'è equivalenza tra i risultati economici dei due contraenti e alla perdita dell'uno non corrisponde un guadagno per l'altro di pari importo. Ad esempio, nel contratto di opzione lo scambio avviene solo dietro pagamento del premio da parte della controparte cui è attribuita tale facoltà e il ritorno economico da essa derivante non è correlato all'entità del premio versato.

Le motivazioni fondamentali che inizialmente spinsero le aziende private ad utilizzare gli strumenti derivati vanno ricercate agli inizi degli anni '70, quando l'instabilità del mercato finanziario comportò non poche conseguenze negative all'interno dei loro bilanci, spingendole ad aumentare la domanda di tali strumenti nella necessità di coprirsi dai rischi o di sfruttare le opportunità del mercato per lucrare profitti.

Negli anni il loro uso è aumentato costantemente fino ad allargarsi anche agli enti locali, che oggi li utilizzano per realizzare vantaggi nella sostanza simili a quelli dei soggetti privati.

Ogni volta che si ricorre ad uno strumento finanziario derivato è richiesto che vengano soddisfatte almeno una delle seguenti due *condizioni*: che si crei un valore, apportando un ricavo, o che si eviti una perdita.

Inoltre, l'implementazione di un derivato presuppone la definizione, a monte, degli *obiettivi* di lungo periodo che si intendono perseguire. Il tutto temperato con una valutazione dei costi da sostenere per l'implementazione stessa, quali costi di transazione, costi organizzativi e, soprattutto, costi-opportunità.

In campo privato, i contratti derivati vengono stipulati con due finalità principali: per effettuare operazioni speculative o per coprirsi da qualche forma di *rischio finanziario*.

Parlando di amministrazioni pubbliche il primo dei due aspetti non sarà presente¹⁰ e verrà quindi analizzato solo il secondo aspetto.

Per "*rischio finanziario*" si intende la possibilità che si verifichino degli scostamenti tra il risultato atteso e quello effettivo a seguito dei cambiamenti di alcune variabili finanziarie, come tassi di interesse, rapporti di cambio, etc..

A seconda delle variabili prese in considerazione, il rischio finanziario può essere definito, più specificatamente, come:

- *rischio di mercato*: è detto anche rischio di posizione e riguarda la variazione del valore di mercato di una posta di bilancio, sia attiva che passiva;

¹⁰ La legge dispone espressamente che gli enti locali "non possano ricorrere ai derivati *per fini speculativi*".

- *rischio di cambio*: riguarda le attività e le passività espressi in valuta estera ed è dato dalla possibilità di conseguire perdite economiche in seguito a una variazione sfavorevole dei tassi di cambio;
- *rischio di tasso*: riguarda le variazioni relative al rendimento di attività finanziarie e/o al costo di passività finanziarie rispetto all'andamento dei tassi di mercato, e quindi alla possibilità che le fluttuazioni dei tassi di interesse possano influenzare il valore di mercato di attività e passività finanziarie;
- *rischio di liquidità*: tale rischio può essere determinato da improvvise necessità di cassa, originate da sfasamenti strutturali del ciclo finanziario¹¹ o da una non corretta gestione della tesoreria, oppure da difficoltà riguardanti sia il costo che la possibilità di smobilizzare attività finanziarie liquidabili.
- *rischio di credito*: è originato da eventuali inadempienze del debitore.

Per ogni tipologia di rischio esistono specifici strumenti di copertura; esisteranno, pertanto, tante forme di contratti derivati quanti sono i rischi, in una rappresentazione grafica del seguente tipo:

STRUMENTO	RISCHIO DI MERCATO	RISCHIO DI CAMBIO	RISCHIO DI TASSO	RISCHIO DI CREDITO
Future	<i>Futures su titoli, Commodity Futures</i>	<i>Currency Futures</i>	<i>Interest Rate Futures</i>	
Option	<i>Stock Index Options, Commodity Options</i>	<i>Currency Options</i>	<i>Cap, Floor, Collar</i>	
Swap	<i>Commodity Swaps, Equity Index Swaps</i>	<i>Domestic Currency Swap, Cross Currency Swap</i>	<i>Interest Rate Swap</i>	<i>Credit risk derivatives</i>

L'analisi è limitata agli strumenti derivati utilizzati dagli Enti Locali per la copertura del *rischio di tasso*, cioè del rischio oggi maggiormente presente che, grazie a vari interventi legislativi, può trovare copertura tramite i derivati.

¹¹ In proposito, si veda quanto detto circa l'asincronia temporale relativa alla gestione integrata del passivo e agli strumenti di gestione della liquidità (Paragrafo 3.2).

Si tralasceranno, quindi, gli strumenti finanziari derivati relativi alla copertura degli altri tipi di rischio. Saranno, invece, esaminati gli *swap per la copertura del rischio di interesse* (o **Interest Rate Swap**), le particolari forme che tale strumento può assumere e la possibilità di essere utilizzato, sempre a fini di copertura, congiuntamente alle *opzioni sui tassi di interesse*, ovvero all'**Interest Rate Option** nelle forme di **Cap, Floor e Collar**.

Si è già affermato che qualsiasi tipo di contratto derivato può essere utilizzato come strumento di copertura, cioè come uno strumento attraverso il quale è possibile neutralizzare il rischio finanziario nelle varie forme sopra considerate.

Precisando che tali considerazioni saranno ampiamente approfondite nel corso della trattazione specifica sul funzionamento degli Interest Rate Swap e prendendo a riferimento solo i contratti derivati asimmetrici, la loro implementazione è studiata in maniera tale da far nascere una nuova posizione, quella derivante dal contratto derivato, posizione che risulta essere correlata positivamente all'andamento della variabile fonte di rischio.

Costruendo una posizione sul mercato speculare rispetto a quella già detenuta si renderà la singola posta, attiva o passiva che sia, o l'intero patrimonio, *insensibile* alle fluttuazioni della variabile rischiosa, dato che una perdita sulla prima posizione sarà compensata da un profitto di pari importo sull'altra e viceversa.

Per determinare se convenga o meno procedere con lo strumento di copertura è indispensabile, però, fare una valutazione che prenda come punto di riferimento non le singole posizioni ma la *posizione complessiva*, ossia la vecchia posizione assieme allo strumento di copertura attuato, e la consideri come un'unica posizione. Solo così, infatti, si potrà determinare il livello di rischio derivante dalla posizione complessiva e verificare che venga raggiunto l'obiettivo base, cioè che tale rischio sia inferiore a quello derivante, precedentemente, dalla singola attività oggetto di immunizzazione, tenendo conto anche degli eventuali costi derivanti dall'acquisizione del contratto.

Tale principio base è comune a tutte le tipologie di contratti derivati. Ogni strumento poi lo realizzerà in maniera differente a seconda dello specifico scopo che si vuole ottenere, cioè a seconda del tipo di copertura che vuole essere attuata.

Considerando il contesto dell'economia privata, in cui per prima gli strumenti derivati hanno avuto una realizzazione pratica, e precisando che, naturalmente, non tutti i concetti di copertura, ma solo i primi tre, possono essere applicati alla realtà dell'ente locale, tale copertura (o *hedging*) può assumere, a seconda del fine da raggiungere, cinque configurazioni, quali:

- *hedging puro*: il cui scopo è neutralizzare il rischio;
- *hedging selettivo*: in cui entra in gioco anche un giudizio personale dell'operatore circa la variabile considerata che condiziona le caratteristiche dell'operazione;
- *hedging di anticipazione*: che consiste nel costruire in anticipo una posizione a termine in modo da spuntare condizioni più convenienti e con lo scopo di fronteggiare dei bisogni futuri aventi una manifestazione certa;
- *inventory hedge*: è un tipo di copertura utilizzare per difendere da eventuali riduzioni dei prezzi una disponibilità esistente di una determinata attività;
- *carrying charge hedging*: riguarda la conclusione di due operazioni di segno opposto, una a pronti e una a termine, sulla base di attese favorevoli relative all'evoluzione del rapporto tra prezzo spot e a termine (è una vera e propria forma di arbitraggio).

Dato che le finalità di un contratto derivato possono essere di semplice copertura, speculative o di arbitraggio e l'ente locale, in base alla normativa vigente, non può compiere operazioni speculative, successivamente verranno analizzati solo i restanti aspetti come impieghi operativi degli swap sui tassi d'interesse.

Volendo sintetizzare i concetti esposti attraverso un'elencazione, seppur sommaria, dei *motivi* e degli *obiettivi* che spingono aziende pubbliche e private ad adoperare strumenti finanziari derivati, si può affermare che essi sono principalmente:

- lo sfruttamento delle opportunità offerte dal mercato;
- il contenimento dei rischi;
- l'ottimizzazione dei flussi finanziari.
- l'applicazione della diversificazione nella gestione integrata dell'attivo e del passivo.

Per quanto concerne l'elencazione dei *vantaggi*, relativamente non al singolo ente/azienda ma a livello del sistema finanziario nel suo complesso, i derivati sono in grado di:

- ❖ Dare maggiore *completezza* al sistema finanziario;
- ❖ Aumentare il grado di *efficienza operativa* del mercato

Per completezza del sistema finanziario si intende l'attitudine dello stesso ad offrire agli operatori una gamma di strumenti in grado di consentire il soddisfacimento delle esigenze più diverse. I derivati aumentano la completezza del sistema finanziario perché, essendo strettamente legati ad un parametro di riferimento, il loro valore cambia nel tempo senza modificare il contratto

sottostante, così come possono variare nelle loro caratteristiche e modalità operative in modo da adattarsi specificatamente ad ogni struttura e necessità.

Inoltre, hanno *costi e rischi esigui*, a prescindere dalla finalità perseguita, perché, nella quasi totalità dei casi, richiedono il versamento di somme proporzionalmente molto ridotte rispetto agli importi nominali dei contratti.

6. L'Interest Rate Swap (IRS)

In generale, si è definito lo *swap* come il contratto derivato con il quale due parti si accordano per scambiarsi determinati beni o a liquidarsi la differenza fra due somme ancorate ad un parametro di riferimento.

Sulla base di tale definizione, quindi, il valore dello swap può essere collegato a *beni reali*, come le merci, o a *valori finanziari*, quali tassi di interesse e tassi di cambio.

In effetti, la nascita degli swap inizialmente si riferiva solo alla prima tipologia¹².

Successivamente i contratti di swap furono estesi anche al mercato finanziario.

In un primo tempo, erano rivolti in special modo alla copertura del rischio di cambio: il loro valore era collegato al *tasso di cambio* ed assumevano la veste di contratti in cui una parte cedeva all'altra una determinata quantità di valuta contro altra valuta con il reciproco impegno, alla scadenza del contratto, di effettuare l'operazione opposta alle medesime condizioni, cioè al medesimo rapporto di cambio.

Con il passare del tempo gli swap furono rivolti anche alla copertura del rischio di interesse e collegati a tale parametro di riferimento.

Gli swap attualmente più utilizzati sono quelli il cui valore deriva da valori finanziari e, in special modo, quelli collegati al rischio d'interesse.

Si può distinguere quindi tra:

- ❖ *Swap su tassi di interesse o Interest Rate Swap (IRS);*
- ❖ *Swap su valute o Domestic Currency Swap (DCS).*

L'attenzione sarà focalizzata sui primi, essendo quelli più utilizzati dagli enti locali. La prima parte della trattazione riguarderà principalmente l'aspetto economico, per poi passare all'analisi dell'aspetto legislativo.

¹² Contratti di swap nacquero nel settore privato con il preciso scopo di predeterminare, al momento della conclusione del contratto, il prezzo di merci con pagamento e consegna differita nel tempo in modo che l'azienda non fosse esposta alla rischio di volatilità dei prezzi stessi.

7. Tipologie e componenti fondamentali

L'Interest Rate Swap può essere utilizzato in vari modi e con varie combinazioni, attraverso un'opportuna modifica delle sue componenti essenziali, in base alle peculiarità e alle caratteristiche debitorie di ciascun ente locale, e al fine di raggiungere gli scopi desiderati.

In generale, due sono le forme principali che questo contratto può assumere, cui se ne aggiungono altre che costituiscono, comunque, applicazioni leggermente diverse per qualche elemento delle tipologie di base.

Le due principali tipologie sono rappresentate da:

- **COUPON SWAP** o **PLAIN VANILLA SWAP**: è la forma di swap più diffusa e ha per oggetto il pagamento di due contrapposti flussi di interesse di cui uno è *fisso* e l'altro è *variabile*. Con questo strumento l'ente riesce ad attuare una conversione della propria struttura debitoria, spostandola da tasso fisso a variabile o viceversa;
- **BASIS SWAP**: è quel contratto che ha per oggetto il pagamento di due flussi di interesse *entrambi variabili*, ma calcolati sulla base di parametri differenti (es: Euribor contro Libor). Tramite l'applicazione di un basis swap l'ente sposta la propria struttura, già a tasso variabile, su un altro parametro di indicizzazione, anch'esso variabile, nella considerazione che, in tal modo, potrà ottenere un vantaggio dal punto di vista della diminuzione del rischio e del costo del debito.

Diversi sono gli elementi che definiscono e compongono l'IRS; in particolare si hanno:

- **Capitale nozionale**: è il capitale teorico preso a riferimento per il calcolo dei flussi di interesse. Essendo un valore nominale riguarda quel capitale che non verrà mai ad essere oggetto di scambio ma che costituisce il punto di riferimento per definire quanto pagare o ricevere, delineando, al tempo stesso, il volume e la dimensione dell'operazione;
- **Trade date**: è la data in cui si stipula il contratto, i cui effetti decorrono dalla effective date;
- **Effective date**: è la data d'inizio dell'operazione e da cui cominciano a decorrere gli interessi;
- **Settlement data**: individua la data di regolamento dell'eventuale pagamento iniziale;
- **Termination date**: rappresenta la data di fine dell'operazione ed è definita anche con il termine di **maturity** (ossia la data di scadenza del contratto);

- **Payment date:** è la data di pagamento dei flussi d'interesse, che possono anche non coincidere);
- **Reset dates:** rappresentano le date di ridefinizione del tasso variabile, ossia le modalità di individuazione del valore del tasso di riferimento;

Accanto a queste componenti principali ce ne sono alcune specifiche solo della parte fissa (cioè della parte che paga in base al tasso fisso) ed altre specifiche della parte variabile.

Le componenti specifiche della *parte fissa* sono:

- **Fixed rate payer:** è la parte che paga in base al tasso fisso;
- **Fixed coupon:** rappresenta il valore del tasso fisso;
- **Payment frequency:** individua la periodicità di pagamento del tasso fisso;
- **Day count:** riguarda la modalità di computo del tempo trascorso tra due pagamenti relativi al tasso fisso ed è utilizzata, insieme al valore del tasso, per calcolare l'importo degli interessi;

Le componenti specifiche della *parte variabile* sono:

- **Floating rate payer:** individua la parte che paga in base al tasso variabile;
- **Floating index:** è il tasso che sarà rilevato periodicamente per valorizzare i pagamenti indicizzati;
- **Floating rate option:** è il parametro di indicizzazione, cioè l'indice utilizzato per calcolare il flusso variabile;
- **Spread:** rappresenta il valore, positivo o negativo, da sommare al floating index;
- **Payment frequency:** è la periodicità di pagamento degli interessi variabili;
- **Reset frequency:** è la frequenza di rilevazione del tasso variabile;
- **Day count:** individua la modalità di computo del tempo trascorso tra i due pagamenti relativi al tasso variabile;
- **First count:** rappresenta il tasso in corso per il primo pagamento.

8. Le caratteristiche e il funzionamento dell'IRS

Utilizzato come strumento di *ristrutturazione* del debito, lo swap su tassi d'interesse può avere ad oggetto l'intero debito pregresso o singole quote.

Gli *scopi* essenziali dell'operazione sono:

- *realizzare economie* sugli interessi da pagare nel breve periodo;

- *inserire elementi di flessibilità* all'interno della vecchia struttura del debito per ridurre i rischi connessi all'oscillazione dei tassi di interesse o alla concentrazione del proprio indebitamento in alcune categorie di tasso.

L'operazione tipica di swap è quella in cui lo swap stesso sia posto in essere per generare *flussi opposti* a quelli di posizione; in tal modo, si rende insensibile la posta considerata alle variazioni di tasso perché le somme dei due contratti, quello originario e quello relativo allo swap, si elidono a vicenda. Infatti, se la copertura è stata impostata correttamente, i risultati reddituali del derivato saranno opposti a quelli generati dalla posta oggetto di copertura; utili e perdite si compenseranno e le conseguenze dell'instabilità ambientale si annulleranno.

Dopo aver determinato l'obiettivo da raggiungere, ossia il livello di rischio ritenuto accettabile, attraverso lo svolgimento delle fasi relative all'ALM, si concluderà un contratto di swap che elide i flussi finanziari non desiderati sostituendoli con quelli richiesti e realizza la convergenza tra livello di rischio effettivo e livello di rischio voluto.

Questi flussi, opposti alla situazione di base, produrranno di fatto lo spostamento del tasso applicato sulla posizione originaria che si trasformerà da fisso in variabile, o viceversa, oppure da variabile si tramuterà in un altro tasso variabile. L'ente sarà così reso immune da un qualsiasi cambiamento della variabile rischiosa, rappresentata dal tasso di interesse, e vedrà diminuire il costo del suo indebitamento complessivo.

In effetti, da un punto di vista privatistico lo swap nasce come accordo tra due operatori che presentano esigenze contrapposte e per i quali è conveniente invertire le rispettive posizioni. Tale inversione si realizza, tramite un Interest Rate Swap, con lo scambio di una serie di flussi di cassa ancorati a due diversi parametri di riferimento.

Si è già affermato che uno swap sul tasso d'interesse comporta il pagamento, a scadenze periodiche e prestabilite, di due flussi di interessi calcolati sulla base di parametri differenti ma su un unico capitale teorico di riferimento (detto "*capitale nozionale*").

Applicando questo meccanismo alla realtà di un ente locale, normalmente, ma non necessariamente, tale capitale nozionale è di importo uguale a quello di un mutuo già contratto dall'ente. In tal modo, la nuova posizione creata dall'IRS si collega, dal punto di vista economico, al mutuo originario. Essendo lo swap un contratto che si pone a latere della vecchia posizione debitoria, la sua introduzione non muta in alcun modo il rapporto fra l'ente e il vecchio erogatore del finanziamento; esso rimane *invariato* perché il contratto di mutuo originario non subisce alcuna modifica. E' dal punto di vista economico, quindi, che agisce lo swap determinando, come effetto complessivo e conclusivo, quella modifica del tasso precedentemente nominata.

Dopo l'introduzione dello swap saranno due le posizioni aperte, posizioni che corrisponderanno ad altrettanti pagamenti:

- uno relativo alla quota di ammortamento, comprensiva della quota capitale e della quota interessi, risultante da un piano di ammortamento predeterminato e calcolata sulla base di un tasso fisso o variabile;
- uno relativo alla quota di competenza dell'ente derivante dall'operazione di IRS, anch'essa ancorata ad un tasso fisso o variabile a seconda di quanto concordato.

Se c'è coincidenza tra le date di pagamento di questi due esborsi finanziari, si crea un collegamento tra le due posizioni, cioè tra il mutuo e la posizione derivante dallo swap.

Inoltre, se sono coincidenti anche le date relative al versamento dei due flussi risultanti dall'IRS non si procederà al pagamento di queste due somme da parte di entrambi i contraenti, ma si avrà solo il pagamento o la riscossione del *differenziale* tra i flussi. In altre parole, ci sarà solo il versamento della *differenza* da parte di colui che risulta essere debitore della somma più elevata. Tutto ciò riesce a modificare la struttura del debito originario e ad apportare uno spostamento del tasso originario in base a delle particolari modalità operative che saranno esaminate in seguito.

Le operazioni relative agli swap, così come quelle relative agli altri contratti derivati, sono, all'atto della stipula, finanziariamente *neutre*: al momento della conclusione del contratto la somma dei valori attuali dei vari flussi di cassa (negativi e positivi) dovuti dalle due controparti è nulla. In effetti, se tale condizione non fosse rispettata una delle due parti non avrebbe alcuna convenienza a concludere il contratto.

Dopo la stipulazione del contratto, invece, i flussi generati dall'operazione muteranno in base all'andamento dei parametri posti a riferimento del loro calcolo: la sommatoria dei valori attuali non sarà più uguale a zero e dipenderà dell'andamento dei tassi di mercato.

Come rappresentato dallo schema che segue, in alcuni periodi si potrà verificare la perdita di un contraente a vantaggio dell'altro, mentre in altri periodi, in seguito ad un cambiamento dell'andamento del tasso, potrà accadere esattamente l'opposto.

	<i>FIXED RATE PAID</i>	<i>FLOATING RATE PAID</i>
<i>Aumento tassi d'interesse</i>	<i>Profitto</i>	<i>Perdita</i>
<i>Diminuzione tassi d'interesse</i>	<i>Perdita</i>	<i>Profitto</i>

Più specificatamente, se, ad esempio, all'interno del suo indebitamento un ente ha contratto uno o più mutui a tasso fisso e, a tutt'oggi, tale tasso è fissato su valori superiori al tasso di mercato, sicuramente potrà ottenere un beneficio economico e avvantaggiarsi della situazione presente sul mercato se, tramite uno swap, converte il tasso di quei mutui da fisso in variabile.

Peraltro, il vantaggio così ottenuto dipende strettamente dalle previsioni sul futuro andamento del mercato: se nel futuro si ipotizza un'ulteriore diminuzione dei tassi di mercato il beneficio economico non sarà di breve durata.

Viceversa, se le previsioni ipotizzano una curva dei tassi inclinata positivamente, cioè i tassi sono in futuro destinati a crescere, il vantaggio ottenuto inizialmente potrebbe presto annullarsi e trasformarsi in una perdita.

La conclusione del ragionamento è che, in linea di massima, per sfruttare al meglio le condizioni del mercato tramite l'implementazione di uno swap conviene, se si è in una fase di tassi di mercato decrescenti, aumentare la parte variabile, cioè il numero di mutui soggetti a tasso variabile, trasformando quelli attualmente esistenti da tasso fisso a tasso variabile, mentre, se si è in fase di tassi crescenti, conviene trasformare una parte dei mutui contratti a tasso variabile in altrettanti mutui a tasso fisso o, quanto meno, tutelare l'ente da rialzi eccessivi di tasso fissando, ad esempio, dei tetti massimi tramite l'aggiunta di opzioni allo swap.

Questo, naturalmente, senza variare in alcun modo le caratteristiche tecniche e contrattuali dei mutui originari, dato che, come affermato in precedenza, dal punto di vista giuridico lo swap non modifica minimamente le posizioni originarie.

E' molto importante, prima di prendere qualsiasi decisione che possa cambiare lo stato di cose, fondare le proprie azioni su previsioni quanto più possibile realistiche ed attendibili circa il futuro andamento del tasso di mercato, da verificare costantemente nel tempo, dato che, in caso di errore, si avranno perdite o, comunque, guadagni inferiori alle aspettative e si potrebbe dover decidere, nei casi estremi, per un nuovo cambiamento delle proprie posizioni, con tutti i costi e le conseguenze che ciò potrebbe comportare.

9. Il calcolo del Break Even Point

Oltre a considerare la situazione debitoria dell'ente, gli obiettivi di copertura ed il livello di rischio desiderato, prima di effettuare uno swap occorre tener conto di un'altra variabile fondamentale, rappresentata dal punto di rottura o *Break Even Point (B.E.P.)*¹³.

Le ipotesi relative al calcolo del Break Even Point sono, in questa circostanza, che la tipologia di swap considerato sia quello che trasformi il tasso da fisso a variabile e l'ente paghi in base a quest'ultimo¹⁴.

Il Break Even Point applicato all'IRS rappresenta il valore di tasso variabile oltre il quale l'ente entra nell'area di perdita, uscendo da quella di guadagno, cioè a dire il punto di tasso variabile al di là del quale l'ente stesso deve cominciare a versare il differenziale, invece che riceverlo, perché il tasso fisso è diventato inferiore al tasso variabile e la differenza tra questi due valori è diventata negativa e a vantaggio della parte che paga in base ad un tasso fisso.

Assumendo che i valori di tasso fisso e variabile siano determinati nel momento della stipula del contratto e che l'ente abbia un ulteriore costo rappresentato da uno *spread*, espresso percentualmente, che deve essere versato alla controparte, il punto di rottura sarà dato dalla differenza tra il tasso fisso e lo spread:

$$\blacktriangleright \mathbf{B.E.P. = Tasso\ Fisso - Spread}$$

Tale formula può essere scritta anche come uguaglianza tra il tasso fisso e il BEP aumentato dello spread, ossia:

$$\blacktriangleright \mathbf{Tasso\ Fisso = B.E.P. + Spread}$$

A questo punto, per effettuare un calcolo di convenienza economica, occorre compiere un confronto tra il valore del BEP e il valore del tasso variabile esistente sul mercato.

Dalla formula appare chiaro che, fino a quando il tasso variabile di mercato rimane al di sotto del tasso fisso, cioè fino a quando il tasso di mercato è inferiore al BEP, l'ente non dovrà pagare ma riceverà un differenziale positivo lucrando la differenza tra tasso fisso e tasso variabile.

Nel momento in cui il tasso variabile di mercato comincia ad aumentare l'ente vedrà gradualmente erosa la differenza positiva precedentemente esistente.

¹³ Il Break Even Point viene normalmente utilizzato in campo privato per calcolare la quantità di prodotto che occorre vendere per eguagliare i costi ed i ricavi, cioè il punto oltre il quale si esce dall'area di perdita e si entra in quella del profitto.

¹⁴ Considerazioni del tutto opposte possono essere fatte nel caso contrario, cioè nel caso in cui il tipo di swap utilizzato è quello che trasforma il tasso da variabile a fisso e l'ente è la parte che paga sulla base ad un parametro fisso. In tal caso, la condizione di convenienza sarà di segno opposto.

Infine, se il tasso di mercato si porta su valori superiori al B.E.P. la convenienza non sussisterà più e si avrà una situazione che vedrà aumentare il costo dell'indebitamento complessivo, in quanto al versamento delle somme relative all'ammortamento del debito originario si aggiungerà anche il pagamento del differenziale determinato dallo swap.

Il risultato finale ottenuto avrà, in tal caso, fatto aumentare, invece che diminuire, il costo del debito, che sarebbe stato inferiore se non si fosse optato per il derivato.

Prima di implementare uno swap, quindi, è molto importante analizzare il *trend del mercato* e fare proiezioni attendibili sul valore che il tasso variabile potrà assumere nel medio e lungo periodo.

Tale proiezione, aggiunta allo spread, sarà la base della comparazione con il tasso fisso pagato a tutt'oggi dall'ente.

Si potranno avere i seguenti casi:

$$\begin{array}{r}
 \text{TASSO VARIABILE} + \text{SPREAD} \\
 \text{FISSO}
 \end{array}
 \left. \begin{array}{l}
 < \text{TASSO FISSO} \\
 = \text{TASSO} \\
 > \text{TASSO FISSO}
 \end{array} \right\}$$

Di conseguenza, se, rispetto alla situazione attuale ed in base alla proiezione ipotizzate, il tasso variabile previsto tra 5 anni, aumentato dello spread, risulta essere ancora inferiore al tasso fisso attualmente pagato, allora ci sarà convenienza ad intervenire tramite uno swap.

Viceversa, se il tasso variabile ipotizzato, sempre aumentato dello spread, si prevede superiore al tasso fisso, non ci sarà alcuna convenienza a mettere in atto un'operazione che aumenterebbe il rischio e che, se le previsioni fossero corrette, potrebbe peggiorare, invece che migliorare, la situazione esistente.

10. La determinazione dei flussi

La determinazione dei flussi, per ogni anno di durata del contratto, è molto importante per valutare gli effetti prodotti da un eventuale utilizzo di un Interest Rate Swap sull'indebitamento dell'ente.

Considerando un *coupon swap*, in cui ci sia il pagamento di un tasso fisso contro un variabile, per determinare l'importo dovuto alla scadenza da parte di uno dei due contraenti occorre conoscere il capitale nozionale, il tasso fisso, il tasso variabile e i giorni effettivi, ovvero il numero di giorni in cui sono maturati, e quindi su cui si calcolano, i due flussi di interesse.

Naturalmente se i pagamenti sono *temporalmente diversi*, cioè la data in cui occorre versare l'importo relativo al tasso fisso è diversa da quella del tasso variabile, i giorni effettivi saranno differenti e gli importi dovuti saranno determinati tramite le seguenti formule:

$$\begin{array}{l} \textit{Importo dovuto dalla} \\ \textit{parte fissa} \end{array} = \textit{Tasso Fisso} \times \textit{Capitale nozionale} \times \underline{\textit{gg. effettivi}} \qquad \qquad \qquad \mathbf{365}$$

$$\begin{array}{l} \textit{Importo dovuto dalla} \\ \textit{parte variabile} \end{array} = \textit{Tasso Variabile} \times \textit{Capitale nozionale} \times \underline{\textit{gg. effett.}} \qquad \qquad \qquad \mathbf{365}$$

Se, invece, le date di pagamento *coincidono* i giorni effettivi saranno uguali per entrambi i soggetti e, alla scadenza, si procederà al versamento del solo differenziale da parte del contraente che risulta a debito.

In questo caso la formula sarà la seguente:

$$\textit{Importo dovuto} = (\textit{Tasso Fisso} - \textit{Tasso Variabile}) \times \textit{Capitale nozionale} \times \underline{\textit{gg. effettivi}} \qquad \qquad \qquad \mathbf{365}$$

che è equivalente a:

$$\textit{Importo dovuto} = \textit{Flusso a tasso fisso} - \textit{Flusso a tasso variabile}$$

Una ulteriore precisazione deve essere fatta in merito ai giorni da considerare nelle formule suddette, cioè alle modalità di *calcolo dell'accrual fraction*, che esprime il periodo di tempo su cui si applicherà il valore del tasso.

Tale calcolo può essere basato su diverse *convenzioni*, comunque da concordare e riportare all'interno contratto di IRS¹⁵; occorre specificare se i giorni da considerare debbano essere quelli effettivi, cioè quelli effettivamente intercorsi tra la data iniziale e quella finale di maturazione degli interessi o se, invece, occorra far riferimento ad un calcolo che consideri i giorni in base all'anno commerciale composto da mesi di trenta giorni.

¹⁵ Sono da concordare anche altre variabili, come, ad esempio, le modalità di calcolo degli interessi, ossia la legge finanziaria da utilizzare per il calcolo, quella dell'interesse semplice o dell'interesse anticipato.

Anche al denominatore della formula precedentemente riportata (giorni effettivi/365) occorre definire se utilizzare l'anno solare o l'anno commerciale¹⁶.

Infine, altre convenzioni fissano parametri a loro volta diversi per quanto riguarda la data finale di decorrenza degli interessi (*period end date*) e la data di pagamento degli stessi (*payment date*) nel caso in cui, ad esempio, quest'ultima cada in un giorno non lavorativo.

11. Le modalità operative

Ogni struttura di swap è da considerarsi soggettiva e dipendente dal risultato che si vuole ottenere, anche in termini di profilo di rischio.

I vari elementi dello swap possono essere combinati tra di loro, in base alle diverse esigenze, in modo da creare soluzioni ad hoc¹⁷ dato che, in un qualsiasi momento, la tipologia di indebitamento di un qualsivoglia ente locale può essere distribuita in tanti differenti modi.

Il percorso di implementazione di un Interest Rate Swap fin qui esaminato si snoda attraverso diverse *fasi* che tengono conto principalmente dell'aspetto economico e che possono essere così schematizzate:

1. applicazione delle quattro fasi in cui si articola l'Asset Liability Management;
2. determinazione del Break Even Point dell'operazione;
3. previsioni sul futuro andamento del tasso di mercato (da confrontare con il B.E.P.);
4. calcolo dei flussi derivanti dall'eventuale applicazione di un IRS;
5. operazione di ristrutturazione tramite conclusione di un contratto derivato di IRS, che, naturalmente, avrà luogo solo se le fasi precedenti avranno dato esito positivo.

L'implementazione di un IRS potrà determinare lo spostamento del tasso, di tutto l'indebitamento o di una sua parte, in due direzioni principali:

- A. *da fisso a variabile;*
- B. *da variabile a fisso.*

Tralasciando altri casi particolari, come l'applicazione di un basis swap che modifichi un indebitamento a tasso variabile rapportandolo un altro tasso variabile, si analizzeranno, qui di seguito, le altre modalità su menzionate.

¹⁶ In definitiva, le varie combinazioni portano a tre possibili tipologie, quali:

- Act/365: considera i giorni effettivi e l'anno solare;
- Act/360: che considera i giorni effettivi e l'anno commerciale;
- 30/360: si basa sull'anno commerciale sia al numeratore che al denominatore della formula ed viene utilizzata soltanto per il tasso fisso.

¹⁷ Gli esempi riportati in seguito rappresentano infatti solo alcuni dei possibili utilizzi che possono essere infiniti.

A. Trasformazione da tasso fisso a tasso variabile.

Tutte le volte in cui la struttura dell'indebitamento risulti formata da posizioni quasi completamente a tasso fisso, o ci sia comunque una preponderanza di tale tasso, si ritiene opportuno, per immunizzarsi del rischio di volatilità dei tassi e per motivazioni precedentemente esaminate, modificare tale struttura spostandola dal tasso fisso al tasso variabile tramite l'utilizzo di un coupon swap.

Trasformando la struttura dell'indebitamento da fissa a variabile il risultato complessivamente ottenibile sarà sia la neutralizzazione del rischio che la *riduzione del costo del debito*.

Tale riduzione è direttamente correlata alla *curva dei tassi di interesse* e al caso particolare in cui la curva presenti un andamento decrescente nel tempo, o almeno che tale andamento decrescente ci sia nel breve periodo.

Il vantaggio prodotto, cioè la diminuzione del costo del debito, sarà quindi direttamente proporzionale alla diminuzione subita dal tasso variabile di mercato nel corso del tempo, ossia nel periodo di tempo successivo all'implementazione dell'IRS e per tutta la sua durata.

Naturalmente, tale convenienza verrà meno se le aspettative circa il futuro andamento del mercato subiscono un'inversione di tendenza ed il tasso comincia ad avere un andamento crescente, anziché decrescente.

Considerando uno schema del seguente tipo:



in cui il Comune stipula un coupon swap, *pagando in base ad un tasso variabile e ricevendo in cambio un flusso rapportato ad un tasso fisso*, ed in cui l'operazione prevede il pagamento dei soli differenziali, l'ente riceve un differenziale solo nel caso in cui la differenza tra tasso variabile e tasso fisso sia *negativa*, cioè solo nel caso in cui il tasso fisso sia superiore al variabile.

Avendo, in corrispondenza dello swap, una situazione di un debito a tasso fisso, porre a latere di questa posizione uno swap significa, da un lato, continuare a pagare comunque a tasso fisso, in base al piano di ammortamento prestabilito, ma, dall'altro lato, diminuire il costo

dell'indebitamento perché la presenza del derivato permette all'ente di ricevere a scadenze prestabilite (ad esempio uguali alla scadenza delle rate di ammortamento), una somma correlata allo stesso tasso fisso e di lucrare quindi la differenza esistente sul mercato tra tasso fisso e tasso variabile.

L'esempio che segue spiega, numericamente, i concetti fin qui riportati analizzando vantaggi e svantaggi che, singolarmente e complessivamente, l'implementazione di un IRS comporta.

ESEMPIO NUMERICO:

SITUAZIONE DI PARTENZA

- *Importo del mutuo originario: 200.000 Euro*
- *Tasso fisso del debito originario: 7,0%*

APPLICAZIONE DELL'IRS:

- *Capitale nozionale: 200.000 Euro*
- *Tasso variabile: Euribor 6 mesi*
- *Tasso fisso: 6,5%*
- *Primo tasso Euribor rilevato: (4,5%)*

<i>VALORE DEL TASSO</i>	<i>ORIZZONTE TEMPORALE</i>						
	<i>1° ANNO</i>		<i>2° ANNO</i>		<i>3° ANNO</i>		<i>4° ANNO</i>
	<i>1°semestre</i>	<i>2°semestre</i>	<i>1°semestre</i>	<i>2°semestre</i>	<i>1°semestre</i>	<i>2°semestre</i>	<i>1°semestre</i>
<i>Tasso fisso (che l'ente riceve)</i>	+ 6,50%	+ 6,50%	+ 6,50%	+ 6,50%	+ 6,50%	+ 6,50%	+ 6,50%
<i>Tasso variabile (che l'ente paga)</i>	- 4,50 %	- 4,75%	- 5,35 %	- 6,15%	- 6,50%	- 6,85%	- 7,25%
<i>Differenziale</i>	+ 2,00 %	+ 1,75%	+ 1,15%	+ 1,35%	0,00%	- 0,35%	- 0,75%

FLUSSI PRODOTTI DALL'INTEREST RATE SWAP:

	<i>ORIZZONTE TEMPORALE</i>						
	<i>1° ANNO</i>		<i>2° ANNO</i>		<i>3° ANNO</i>		<i>4° ANNO</i>
<i>FLUSSI TASSO FISSO</i>	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000
<i>FLUSSI TASSO VARIABILE</i>	(9.000)	(9.500)	(10.700)	(12.300)	(13.000)	(13.700)	(14500)
<i>DIFFERENZIALE</i>	4.000	3.500	2.300	700	0	(700)	(1.500)

SITUAZIONE COMPLESSIVA:

<i>VALORE DEL TASSO</i>	<i>ORIZZONTE TEMPORALE</i>						
	<i>1° ANNO</i>		<i>2° ANNO</i>		<i>3° ANNO</i>		<i>4° ANNO</i>
	<i>1° semestre</i>	<i>2° semestre</i>	<i>1° semestre</i>	<i>2° semestre</i>	<i>1° semestre</i>	<i>2° semestre</i>	<i>1° semestre</i>
<i>Tasso fisso del debito originario</i>	- 7,00%	- 7,00%	- 7,00%	- 7,00%	- 7,00%	- 7,00%	- 7,00%
<i>Differenziale dello swap</i>	+ 2,00 %	+ 1,75%	+ 1,15%	+ 1,35%	0,00%	- 0,35%	- 0,75%
<i>DIFFERENZIALE NETTO</i>	<u>- 5,00 %</u>	<u>- 5,25%</u>	<u>- 5,85%</u>	<u>- 5,65%</u>	<u>- 7,00%</u>	<u>- 7,35%</u>	<u>- 7,75%</u>

Analizzando i dati fin qui riportati¹⁸, si nota come all'aumentare del tasso variabile l'effetto benefico dello swap sul costo dell'indebitamento complessivo diminuisce, fino ad azzerarsi o, negli ultimi semestri presi in considerazione, a tramutarsi in un risultato negativo che va ad aumentare il costo totale del debito.

Considerando il solo *tasso netto*, dato dalla differenza tra la situazione di partenza e lo swap, se, in un primo momento, lo swap produce un vantaggio in termini di riduzione del costo (in termini percentuali e relativamente al primo semestre si paga il 5%, anziché il 7%), successivamente tale beneficio diminuisce (diventa prima del 5,25%, poi del 5,85% e 5,65%), fino a ritornare alla situazione iniziale (tasso netto pari al 7%), ed a trasformarsi, negli ultimi periodi considerati, in un aumento del costo (tassi netti uguali, rispettivamente, al 7,35% e al 7,75%) che, oltre ad azzerare la convenienza dell'operazione, fa sopportare un costo aggiuntivo che prima dell'applicazione dello swap non c'era.

Nel caso considerato, previsioni errate e uno svolgimento poco accorto delle fasi che precedono l'implementazione di un IRS hanno peggiorato la situazione debitoria dell'ente.

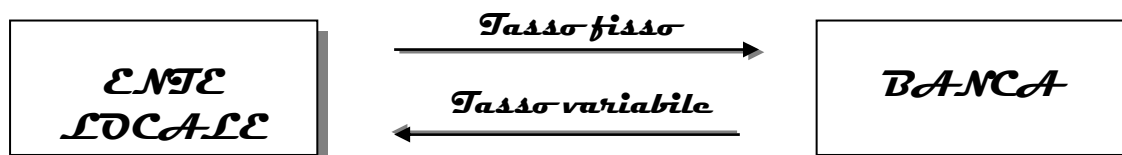
Peraltro, tali affermazioni non sono del tutto corrette se si considera l'operazione nel suo complesso. In effetti, la sommatoria dei flussi positivi lucrati per i primi due anni superano, complessivamente, quelli negativi relativi agli ultimi due semestri. Occorre tener conto anche di questo aspetto: si può decidere di introdurre uno swap sui tassi di interesse anche se ci si aspetta, negli ultimi anni di contratto, un superamento del tasso variabile sul fisso ma solo se tale aumento è

¹⁸ L'esempio numerico è semplificato in quanto non tiene conto dello spread che normalmente viene aggiunto al tasso variabile ed è costruito in modo tale che già dal primo anno ci sia un differenziale positivo, senza tener quindi conto della "neutralità" dei derivati (flussi in entrata per il primo anno uguali ai flussi in uscita).

ampiamente compensato dai guadagni ottenuti inizialmente e che, in via precauzionale, è meglio accantonare fino a conclusione del contratto.

B. Trasformazione da tasso variabile a fisso

La trasformazione del tasso da variabile a fisso si baserà su presupposti del tutto opposti a quelli esaminati nel caso precedente, in base ad uno schema del tipo:



Ci sarà convenienza ad implementare uno swap di questo tipo solo nel caso in cui l'indebitamento già contratto dall'ente presenti, per la maggior parte, un tasso variabile e tale tasso variabile sia maggiore del tasso fisso proposto dalla Cassa DD.PP. o contrattabile con un Istituto di credito privato.

In primo luogo si procederà a definire il costo dell'indebitamento in modo certo ed in tutte le sue componenti, poi si provvederà a realizzare praticamente la trasformazione del tasso.

12. Gli altri impieghi operativi

Al pari degli altri strumenti derivati e come già affermato in precedenza, lo swap sui tassi d'interesse può essere utilizzato anche per altri impieghi operativi.

In particolare, l'IRS è strumento:

- 1. speculativo;**
- 2. di Asset Liability Management;**
- 3. di arbitraggio.**

- 1. Speculativo.** Nel caso di strumento speculativo, l'obiettivo dello swap è ottenere un profitto. Ad esempio, se, sulla base delle aspettative del mercato, si ipotizza un aumento dei tassi, si stipula un *coupon swap* nella veste di pagatore fisso per beneficiare della differenza che potrebbe essere realizzata nel caso il futuro aumento dei tassi si realizzasse.

Tale fine speculativo non è consentito agli enti locali.

- 2. Asset Liability Management.** Utilizzare gli swap come strumenti dell'ALM significa utilizzarli in vista della ristrutturazione non solo della situazione debitoria ma di tutte le

poste comprese in bilancio, sia attive che passive, in modo da ottimizzare i flussi da essi prodotti, flussi che saranno positivi o negativi a seconda della posta considerata (attiva/passiva).

L'IRS, infatti, modifica il profilo dei flussi di cassa di un'attività o di una passività finanziaria per adeguarlo alla dinamica finanziaria complessiva dell'impresa.

La ristrutturazione avviene senza un intervento diretto sulle poste, ma affiancando a queste altre operazioni in modo da non aumentare la dimensione del passivo: lo swap si affianca alla situazione precedente non modificandola se non nel risultato economico finale.

Due sono i casi da considerare:

2.1 *Discordanza delle scadenze o Mismatching*: per mismatching si intende una mancata rispondenza tra i flussi generati dalle poste attive e quelli generati dalle poste passive¹⁹. Nell'ente locale il mismatching esiste ma, in genere, è di breve periodo e non viene trattato con l'utilizzo di strumenti derivati;

2.2 *Creazione di strumenti finanziari sintetici*: la creazione di strumenti finanziari *sintetici* ("sintetici" perché derivanti dalla combinazione di diversi strumenti) può essere realizzata tutte le volte in cui l'accesso al credito sia *asimmetrico*: l'ente, ad esempio, preferisce indebitarsi a tasso variabile ma, per particolari condizioni del mercato, in quel momento i mutui a tasso fisso risultano essere meno costosi. Si può agire contraendo un mutuo a tasso fisso e poi trasformarlo, tramite un coupon swap (mettendosi nella posizione di pagatore variabile), in un mutuo a tasso variabile. L'effetto combinato sarà l'indebitamento a tasso variabile, così come si voleva, ma ad un costo minore rispetto all'ipotesi in cui si fosse scelto direttamente tale tipo di mutuo. Si opererà nella maniera contraria se, viceversa, la convenienza riguarda i mutui a tasso variabile ma si preferisce l'indebitamento a tasso fisso.

3. Arbitraggio. Denominato anche *carrying charge hedging* consiste nella conclusione di un due operazioni di segno opposto, una a pronti e una a termine, sulla base di attese favorevoli relative all'evoluzione del rapporto tra prezzo spot e a termine.

¹⁹ Ad esempio, considerando una qualsiasi azienda privata, essa avrà un mismatching e, di conseguenza, sarà esposta al rischio d'interesse se all'interno della sua struttura la raccolta di capitale è immobilizzata nel lungo periodo ed è a tasso fisso, mentre il pagamento dei debiti è a tasso variabile. Un'eventuale aumento dei tassi potrebbe produrre effetti negativi sul suo margine d'interesse (dato dalla differenza tra tassi attivi e passivi). Tale rischio può essere eliminato

Utilizzato come strumento di arbitraggio soprattutto in campo privato²⁰, lo swap consente di diminuire il *costo del finanziamento*, cioè il costo relativo a nuovo indebitamento da assumere. L'ipotesi non riguarda quindi un mutuo su cui accendere uno swap, ma la contrazione di un nuovo mutuo cui affiancare, successivamente, il derivato.

Un *esempio numerico* può spiegarne meglio il funzionamento.

Se c'è un'offerta, anche temporanea, di credito inferiore ai tassi di mercato, ad esempio se i tassi fissi offerti dalla Cassa DD.PP. sono inferiori al tasso swap di mercato²¹, cioè se:

Tasso fisso sui mutui concessi dalla Cassa DD.PP.: 4,25%

Tasso variabile sui mutui concessi dalla Cassa: Euribor 6 mesi + 0,30%

Tasso swap a 7 anni: 5,5%

conviene accendere un mutuo a tasso fisso e, al tempo stesso, concludere uno swap che trasformi il tasso fisso in variabile e in cui lo spread sia calcolato come differenza tra il tasso fisso sul mutuo ed il tasso swap di mercato.

Le condizioni a cui verrà conclusa l'operazione saranno pertanto:

CONDIZIONI DEL MUTUO CASSA DD.PP.:

Tasso fisso: 4,25%

CONDIZIONI DELL'INTEREST RATE SWAP:

Tasso fisso: 4,25%

Tasso variabile = Euribor 6 mesi + lo spread

***Spread = Tasso fisso - Tasso swap a 7 anni = 4,25% - 5,5%
= - 1,25%***

Tasso variabile = Euribor 6 mesi meno lo spread (perché è negativo)

Risparmio ottenuto: 1,25% + 0,30% = 1,55%

introducendo un *coupon swap* che trasforma le attività da tasso fisso a tasso variabile e crea un collegamento con le poste passive in modo che le oscillazioni del mercato produrranno effetto su entrambe le poste.

²⁰ Si considerino, ad esempio, due aziende private con diversa capacità di credito/affidabilità e di rating, per il quale la società A avrà comunque un vantaggio maggiore di B sia se sceglie fisso che variabile. Dato che A preferisce indebitarsi a tasso fisso e B a tasso variabile, scegliere una posizione opposta a quella desiderata e poi fare uno *swap inverso* fa tornare alla situazione di partenza e, al tempo stesso, produce, per le particolari condizioni del mercato, una diminuzione del costo dell'indebitamento rispetto alla scelta di indebitarsi, per A a tasso variabile e per B a tasso fisso, fin dall'origine.

Rivolgendosi direttamente alla Cassa per contrarre un mutuo a tasso variabile il tasso applicato sarebbe stato pari all'Euribor 6 mesi + 0,30%.

L'operazione mutuo a tasso fisso più swap ha consentito di ottenere la tipologia di mutuo desiderato ma con un notevole risparmio in termini di costi (pari all'1,55%).

13. Le conseguenze degli swap: il rischio d'interesse e il rischio di credito

Uno swap che trasforma un tasso da fisso a variabile è vero che fa diminuire il costo dell'indebitamento ma è altrettanto vero che genera un'altra conseguenza, questa volta negativa, in quanto *espone l'ente al rischio di rialzo dei tassi*.

Il rischio di rialzo dei tassi d'interesse non è l'unico rischio che deriva dallo swap.

Si è già detto²² che non tutti i rischi possono essere coperti ma che ad ogni rischio è associabile un apposito strumento di copertura. In questo caso, i rischi presi in considerazione non sono generici ma derivano direttamente dal contratto di swap. Si tratta, quindi, di tipologie di rischio che non erano presenti, o erano presenti solo in parte, prima che lo swap facesse il suo ingresso all'interno del bilancio dell'ente e debbono essere attentamente ponderati sia nelle fasi antecedenti che susseguenti la conclusione del derivato.

I rischi che nascono con lo swap sono due:

1. rischio legato al tasso d'interesse;
2. rischio di credito;

Il primo nasce in caso di apposizione sia di un coupon swap che di un basis swap. In entrambe le occasioni, infatti, la presenza del derivato determina una dipendenza dell'ente dai mutamenti del mercato.

Nel caso di basis swap il rischio legato al tasso di interesse era già presente ma viene rafforzato con la conclusione dell'IRS.

Nel caso di coupon swap, invece, se la trasformazione è da tasso fisso a variabile il rischio da esso derivante è del tutto nuovo, perché non sussisteva prima dell'applicazione dello swap, ed è determinato da un possibile rialzo dei tassi di mercato. Se, invece, la struttura debitoria viene spostata da un tasso variabile ad un tasso fisso, il rischio nascente sarà quello legato ad una possibile diminuzione del tasso stesso.

²¹ Come detto in precedenza, l'IRS è il tasso di riferimento per il calcolo del tasso imposto dalla Cassa DD.PP. sui mutui a tasso fisso.

²² Nella parte relativa agli strumenti di copertura in generale (Cfr. paragrafo 5).

Occorre, quindi, sempre contemperare la possibile diminuzione del costo del debito con queste nuove esposizioni al rischio e realizzare un giusto compromesso. La presenza di un rischio legato all'andamento del tasso d'interesse può essere coperta o, quanto meno, limitata, tramite modalità operative che saranno specificate in seguito.

Il rischio di credito è il rischio legato all'insolvenza della controparte con cui l'ente ha concluso il contratto e si verifica nel caso in cui la controparte stessa non adempì alle proprie obbligazioni.

Tale rischio non è eliminabile ma diminuisce se i pagamenti dei flussi di interesse sono simultanei e si proceda al versamento del solo differenziale e, naturalmente, si riscontra solo se la parte inadempiente è la stessa che risulta debitrice di tale differenziale.

E' opportuno precisare che, comunque, il contratto di swap, se paragonato ad una comune operazione di finanziamento, riduce di per sé il rischio d'insolvenza, dato che il capitale principale è solo il punto di riferimento per il calcolo dei flussi, non essendo mai oggetto di scambio, mentre, in caso di finanziamento vero e proprio, è l'intero capitale ad essere oggetto di tale rischio.

Una delle modalità seguite dagli enti locali per contenere il rischio di credito è rappresentata dalla diversificazione e dalla scelta di controparti con un adeguato livello di rating; come si vedrà successivamente, il recente decreto applicativo della finanziaria 2002 (in corso di pubblicazione) si è occupato proprio di questo aspetto.

14. La copertura del rischio di tasso

Gli strumenti nati per ridurre il rischio relativo al mutamento dei tassi di interesse sono diversi.

Quelli presi in considerazione hanno il preciso scopo di ridurre il rischio di rialzo del tasso d'interesse derivante dall'apposizione di un coupon swap. Proprio perché risultano collegati allo swap principale, occupandosi della copertura del rischio da esso generato, tali strumenti si affiancano all'operazione stessa. Di conseguenza, al momento della conclusione di uno swap sul tasso, o anche successivamente, l'ente può decidere di "contenere" il rischio, ossia di assumerlo ma contenerlo entro certi limiti, prevedendo anche l'apposizione di *un'opzione*. Tale opzione ha un costo, detto "premio", pagabile o all'atto dell'acquisto o come maggiorazione dello spread e che varia in base all'andamento dei tassi.

Le opzioni da integrare all'IRS principale possono assumere le seguenti forme:

1. OPZIONE CAP: in base ad un'opzione Cap, l'ente paga un premio in virtù del quale acquisisce il diritto di ricevere il *differenziale* fra l'Euribor e un predefinito livello di tasso, a

patto che l'Euribor risulti superiore a tale livello. In altre parole, se l'Euribor è inferiore al livello prestabilito, l'Istituto di credito non è tenuto a versare alcuna somma all'ente, mentre, se esso diventa superiore, l'Istituto stesso dovrà corrispondere all'ente un flusso di cassa aggiuntivo.

Ad esempio, se il livello di Euribor è stabilito pari al 5,0%, l'ente potrà ricevere un differenziale aggiuntivo solo se lo stesso supera tale valore. Di conseguenza, se nel periodo considerato il suo valore è pari al 5,25%, in base al derivato principale l'ente sarà tenuto a pagare un flusso rapportato a tale tasso, maggiorato rispetto al precedente, ma, in virtù dell'opzione, riceverà anche un flusso di cassa che andrà a compensare la perdita conseguita.

2. **OPZIONE COLLAR.** Il Collar è uno strumento di copertura del rischio tassi costituito dalla combinazione fra l'acquisto di un'opzione Cap e la contestuale vendita di un'opzione Floor. Esso permette di contenere le oscillazioni dell'Euribor all'interno di un *corridoio*, delimitato in alto dal livello del Cap e, in basso, dal livello del Floor. Se l'Euribor risulta superiore al livello predeterminato di Cap, l'ente riceverà il differenziale dalla controparte e, in tal modo, conterrà il livello massimo del parametro e il costo del suo debito. Viceversa, se l'Euribor è inferiore al livello stabilito per il Floor, dovrà pagare il differenziale alla controparte. All'interno del corridoio l'ente resta a mercato e accetta, di volta in volta, l'Euribor registrato sul mercato monetario.

Il corridoio all'interno del quale oscilla il tasso deve essere costruito in modo tale che gli eventuali mutamenti dell'Euribor risultino contenuti al punto da essere praticamente indifferenti. Inoltre, considerando che l'ente sostiene un costo per l'esercizio dell'opzione Cap e ottiene un ricavo per la vendita del Floor, il Collar ideale è quello cosiddetto "*zero cost*", dove i premi delle due opzioni si elidono fra di loro, comportando un esborso iniziale pari a zero.²³

15. Il valore di mercato di un IRS

²³ In realtà un costo c'è comunque, anche se implicito ed è costituito dal mancato beneficio in caso di futura discesa dei tassi sotto il livello del Floor.

Valutare uno swap significa determinarne il prezzo, prezzo che può essere riferito o al momento della conclusione del contratto o successivamente, in un qualsiasi momento del suo svolgimento.

La differenza tra i tempi in cui avviene la valutazione distingue i concetti di *pricing* e di *valutazione* vera e propria.

Di fatti, mentre il *pricing* ha per oggetto un nuovo contratto di IRS, la *valutazione* è tesa a determinare il valore attuale di un contratto già in essere e può essere necessaria in caso di cessione o, comunque, in tutti quei casi in cui occorra determinarne il valore.

Per definire il *valore di mercato* (o *mark to market*) di uno swap in un qualsiasi momento, occorre considerarlo assimilabile ad una qualsiasi attività finanziaria, il cui valore è dato dal valore attuale dei flussi di cassa attesi, scontati con un opportuno tasso di interesse. Ciò significa che, determinati i flussi, in entrata ed in uscita, che si aspetta di ricevere da un'operazione in swap, per conoscere il valore complessivo occorrerà riportare quei flussi ad oggi, tramite il calcolo del loro valore attuale, e fare la differenza tra il valore attuale dei flussi in entrata ed il valore attuale dei flussi in uscita.

Considerandoli separatamente, il *valore attuale dei flussi a tasso fisso* sarà dato da:

$$NPV = \sum_{i=1}^N \frac{r^F \times K}{\prod_{j=1}^i (1 + r_j)} + \frac{K}{\prod_{j=1}^N (1 + r_j)}$$

mentre il *valore attuale dei flussi a tasso variabile* sarà:

$$NPV = \sum_{i=1}^N \frac{r_i \times K}{\prod_{j=1}^i (1 + r_j)} + \frac{K}{\prod_{j=1}^N (1 + r_j)}$$

dove:

NPV = valore attuale netto;

r^F = tasso fisso;

r_i = tasso variabile;

N = numero dei periodi dello swap;

K = capitale nozionale.

Il valore di mercato per la parte che paga variabile (per l'altra, naturalmente, sarà la stessa ma di segno opposto), sarà quindi dato da:

$$\begin{aligned} \text{Valore di mercato} &= NPV(\text{Flussi in entrata}) - NPV(\text{Flussi in uscita}) = \\ &= NPV(\text{Tasso Fisso}) - NPV(\text{Tasso Variabile}) \end{aligned}$$

Tale valore, nel caso di pricing, cioè al momento della conclusione dell'IRS e per le motivazioni riportate precedentemente, risulta essere uguale a zero, avendo i due flussi lo stesso importo. Di conseguenza, dato che il tasso variabile muta e non è conoscibile all'origine e per tutta la durata del contratto, ciò che rende uguali i due flussi è il valore del *tasso fisso*, valore che deve essere determinato proprio in maniera tale da avere un valore uguale a zero²⁴.

Tale tasso fisso rappresenta, in sostanza, il prezzo ed il punto di convenienza dell'operazione: ciò che la parte variabile è disposta a pagare per avere in cambio dei flussi variabili.

Successivamente, il valore dello swap cambierà, assumendo valori in relazione all'andamento della curva dei tassi di mercato, in modo da non avere più un valore attuale netto pari a zero, ma in modo che ci sarà un soggetto in perdita ed uno in profitto.

Proprio la presenza di un valore attuale netto diverso da zero porta a dover effettuare la valutazione dello swap anche in caso di cessione.

In generale, l'*uscita* da uno swap sul tasso d'interesse può essere realizzata tramite tre modalità differenti, quali:

- *reversing*: tramite il reversing viene concluso un nuovo swap che produce effetti opposti al precedente, che rimane in vita;
- *unwinding*: detto anche costo di sostituzione, consiste in un accordo con la controparte per concludere lo swap, dietro pagamento di una somma. In pratica, si calcola il valore di mercato ottenendo un valore che rappresenta la somma, minima, per la quale il soggetto sarebbe disposto a cedere lo swap;
- *assigning*: consiste nella cessione della propria posizione ad un terzo.

Nel caso particolare dell'ente locale l'estinzione anticipata dello swap può avvenire in qualsiasi momento e comporta il pagamento di una somma che dipende dalle condizioni del

²⁴ Per determinare il valore di tale tasso fisso basta porre l'eguaglianza dei flussi e risolvere l'equazione così ottenuta per il tasso fisso.

mercato e che, attualmente, viene determinata dalla stessa controparte, non risultando in linea con un principio di un giusto monitoraggio²⁵.

15. I principali vantaggi offerti dagli IRS

Volendo sintetizzare, da un punto di vista strettamente economico, i vantaggi derivanti dall'applicazione di un IRS, alcuni simili a quelli di un qualsiasi derivato, altri peculiari dello strumento analizzato, si può affermare che gli swap sui tassi d'interessi sono utilizzati allo scopo di:

- ripararsi dal rischio di volatilità dei tassi di interesse;
- ristrutturare e modificare la struttura dell'indebitamento;
- ridurre il costo dell'indebitamento;
- cogliere le opportunità offerte dal mercato: ad esempio nel caso in cui il tasso fisso sui mutui contratti sia superiore al tasso variabile presente sul mercato o quando ci sia un accesso al credito asimmetrico;
- inserire elementi di flessibilità nella propria struttura debitoria senza modificare il debito fondamentale;
- diversificare: ad esempio se c'è scarsa o nulla diversificazione, con un IRS si può facilmente ed efficacemente *diversificare il passivo* o mutando il tasso o agganciandolo a più di un parametro di riferimento (come già visto precedentemente);
- creare un collegamento tra mercati: il risultato di un'operazione è collegato ad un parametro senza materialmente investire su quel mercato;
- ottenere la specificità della soluzione: il contratto può essere costruito in perfetta aderenza alle esigenze richieste;
- avere un risultato efficiente ed efficace: i contratti sono poco costosi se comparati con altri strumenti finanziari e attivabili in tempi ridottissimi: si può modificare il profilo di rischio del proprio portafoglio in modo tempestivo.

17. L'aspetto legislativo

Per quando riguarda l'aspetto legislativo occorre prendere in considerazione le varie disposizioni che si sono succedute nel corso degli ultimi anni e che hanno variamente delineato l'utilizzo degli strumenti derivati, tra cui gli swap, prima introducendoli in maniera generale, poi in

²⁵ A tale inconveniente può essere posto riparo richiedendo, ad esempio, la determinazione del valore di liquidazione anche ad un consulente esterno.

maniera più esplicita fino ad arrivare al decreto ministeriale in corso di pubblicazione che fissa le tipologie e le modalità di utilizzo, in generale, di tutti gli strumenti derivati da parte degli enti locali.

Verranno quindi esaminati i presupposti normativi che disciplinano e dettano le principali disposizioni relative all'utilizzo di derivati, partendo dalle disposizioni contenute nel Patto di Stabilità Interno e alle conseguenti *Leggi Finanziarie* che con le loro norme cercano di dare un'applicazione pratica a tale patto, al *Testo Unico sull'ordinamento finanziario e contabile degli Enti Locali (D.to L.vo 267/2000)*, alla Legge Finanziaria 2002, che per la prima volta fa esplicito riferimento all'utilizzo degli swap, e al *Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze* attuativo di quanto disposto della Finanziaria 2002.

Qui di seguito vengono riportate, in ordine cronologico le norme che hanno legittimato l'utilizzo degli swap.

Regolamento per l'emissione dei prestiti obbligazionari: l'art. 2 Decreto del Ministero del Tesoro n. 420 del 5/07/96 contiene la prima previsione specifica di emissione di swap da parte di enti locali. Non si tratta di swap su tassi ma su valute. Si prevede, infatti, che le emissioni obbligazionarie in valuta debbano essere coperte dal rischio cambi per evitare che le oscillazioni dei tassi di cambio possano svalutare il capitale sottostante all'operazione di indebitamento. E' pertanto obbligatorio attivare un *currency swap*.

Legge Finanziaria 1997: le disposizioni contenute non riguardano direttamente gli enti locali ma le altre amministrazioni pubbliche, cioè Stato e Regioni. All'art. 2, comma 165, della Legge 662/96 è previsto che il Ministro del Tesoro, tenuto conto delle condizioni di mercato, possa ristrutturare il debito pubblico attraverso operazioni di trasformazione di scadenze, di scambio o *altri strumenti operativi previsti dalla prassi dei mercati finanziari*.

Patto di Stabilità Interno: è stato introdotto nel 1999 anche nel campo degli enti locali e riguarda tutti quei provvedimenti tesi a ridurre l'indebitamento ed il rapporto debito/Pil.

Le Leggi Finanziarie del 1999 e seguenti, in vista del raggiungimento dei suddetti obiettivi, contengono varie disposizioni cui gli enti locali devono attenersi tra le quali quelle relative alle operazioni di ristrutturazione del proprio debito pregresso.

Innanzitutto, l'art. 28 della *legge finanziaria 1999*, legge 23 dicembre 1998, n. 448, ha esteso agli enti locali l'applicazione degli impegni riguardanti il patto. Lo stesso articolo prevedeva che il Patto di Stabilità Interno avesse una durata triennale (triennio 1999-2001)²⁶.

Gli obiettivi da raggiungere sono espressi in termini di:

- riduzione dell'indebitamento;
- riduzione del rapporto deficit/pil²⁷.

Testo Unico degli Enti Locali (D.to L.vo 267/2000): gli articoli del Testo Unico, se da un lato non prevedono esplicitamente l'impiego degli strumenti derivati, dall'altro non ne vietano l'utilizzo e lasciano un'ampia libertà di manovra agli enti.

Innanzitutto all'*art. 3* è stabilito che Comuni e Province siano dotate di autonomia finanziaria, statutaria, normativa, nonché autonomia finanziaria e impositiva nell'ambito dei propri statuti e regolamenti e delle leggi di coordinamento della finanza pubblica.

Concetto quest'ultimo ribadito anche dal successivo *comma 2 dell'articolo 149*, in base al quale a Comuni e Province viene riconosciuta dalla legge, nell'ambito della finanza pubblica, *autonomia finanziaria* fondata su certezza di risorse proprie e trasferite.

Esistono poi altre norme che danno la possibilità ad ogni singolo ente di regolare in maniera propria un certo numero di materia, anche derogando alla disciplina fondamentale.

L'*art. 152*, comma 4 dispone, infatti, che i regolamenti di contabilità siano approvati nel rispetto delle norme della seconda parte del testo unico, norme che sono considerate come principi generali con limite di valore inderogabile, con eccezione però di alcune precisamente elencate, per le quali il regolamento può disporre diversamente²⁸.

²⁶ Successivamente, l'art. 24, comma 5 della Legge n.448 del 28 dicembre 2002 (Finanziaria 2002) ha esteso il periodo di applicazione fino al 2004 con esplicito riferimento all'obiettivo del disavanzo.

²⁷ In particolare, tali obiettivi, distinti nelle varie finanziarie, possono essere così sintetizzati:

- Finanziaria 1999: l'art. 28 della Legge 23 dicembre 1998, n. 448 prevede una riduzione del disavanzo pari ad almeno lo 0.1% del Pil; viene inoltre prevista l'estinzione agevolata dei mutui contratti con la Cassa DD.PP. ;
- Finanziaria 2000: l'art. 30 della Legge 23 dicembre 1999, n. 488 sancisce un'ulteriore riduzione del disavanzo pari allo 0,1%;
- Finanziaria 2001: l'art. 53, comma 1, lettera a) della Legge 23 dicembre 1999, n. 388 dispone che, nel corso del 2001, il disavanzo non può essere superiore a quello del 1999, al netto delle spese per interessi passivi e di quelle per l'assistenza sanitaria, aumentato del 3%.

²⁸ Le norme derogabili stabilite dal comma 4 dell'articolo sono:

- a) articoli 177 e 178;
- b) articoli 179 commi 2, lettere b), c), e d), e 3, 180, commi da 1 a 3, 181, commi 1 e 3, 182, 184, 185, commi da 2 a 4;
- c) articoli 186, 191, comma 5, 197, 198;
- d) articoli 199, 202, comma 2, 203, 205, 207;
- e) articoli da 213 a 215, 216, comma 3, da 217 a 219, 221, 224, 225;
- f) articoli 235, commi 2 e 3, 237, 238.

Tra le norme derogabili rientra anche *l'art. 199*, cioè l'articolo relativo alle fonti di finanziamento attivabili dagli enti a copertura degli investimenti.

Tale articolo dispone che, per l'attivazione degli investimenti, gli enti locali possano utilizzare le seguenti entrate:

- a) entrate correnti destinate per legge agli investimenti;
- b) avanzi di bilancio, costituiti da eccedenze di entrate correnti rispetto alle spese correnti aumentate delle quote capitali di ammortamento dei prestiti;
- c) entrate derivanti dall'alienazione di beni e diritti patrimoniali, riscossioni di crediti, proventi da concessioni edilizie e relative sanzioni;
- d) entrate derivanti da trasferimenti in conto capitale dello Stato, delle regioni, da altri interventi pubblici e privati finalizzati agli investimenti, da interventi finalizzati da parte di organismi comunitari e internazionali;
- e) avanzo di amministrazione, nelle forme disciplinate dall'articolo 187;
- f) mutui passivi;
- g) *altre forme di ricorso al mercato finanziario consentite dalla legge.*

Il fatto che il regolamento di contabilità possa disporre diversamente da tale norma e che alla lettera g) dello stesso articolo siano previste “altre forme di ricorso al mercato finanziario consentite dalla legge” equivale ad una liberalizzazione nell'accesso al credito da parte degli enti che possono liberamente scegliere le varie opportunità che il mercato dei capitali offre di volta in volta, fermi restando i limiti all'indebitamento ed i controlli interni ed esterni.

Legge costituzionale n. 3/2001: la recente riforma costituzionale ha modificato quanto disposto dall'art. 202 del Testo Unico prevedendo la possibilità di indebitarsi esclusivamente per la realizzazione degli investimenti e vietando di fatto che si possa ricorrere all'indebitamento per finanziare debiti fuori bilancio.

Legge n.448 del 28 dicembre 2002 (Finanziaria 2002):

Innanzitutto, *l'art. 24*, comma 5 della Legge n.448 del 28 dicembre 2002 (Finanziaria 2002) ha esteso il periodo di applicazione del Patto di Stabilità Interno, per gli Enti con popolazione superiore a 5.000 abitanti, fino al 2004, con esplicito riferimento all'obiettivo del disavanzo, prevedendo quanto segue:

- per il 2002 il disavanzo di ciascun Comune non potrà aumentare più del 2,5% rispetto a quello del 2000;

- il complesso delle spese correnti non potrà superare più del 6% le spese del 2000;
- tali limitazioni si applicano anche al complesso dei pagamenti delle spese correnti con riferimento ai pagamenti effettuati nell'esercizio 2000.

Ulteriori limitazioni sono previste anche per gli anni 2003 e 2004, in cui i Comuni potranno aumentare il loro disavanzo solo in misura pari al tasso d'inflazione programmato, rispetto al disavanzo dell'anno precedente, e con un ulteriore intervento correttivo pari al 2% della spesa corrente dell'anno precedente rilevante ai fini del saldo²⁹.

La finanziaria per il 2002 contiene, per la prima volta, l'espressa previsione dell'utilizzo di strumenti derivati da parte degli enti locali, anche se lascia ad un successivo decreto ministeriale le modalità applicative e questo anche allo scopo di raggiungere gli obiettivi del Patto grazie ad operazioni di ristrutturazione che facciano diminuire il costo dell'indebitamento.

Innanzitutto, il Capo VI, dedicato agli "*strumenti di gestione del debito pubblico*" disciplina, all'art. 41, il controllo dell'accesso al mercato dei capitali, stabilendo che gli Enti comunichino periodicamente al Ministero i dati relativi alla propria situazione finanziaria.

Il contenuto e la modalità del coordinamento nonché dell'invio dei dati sono stabiliti con decreto del ministero dell'Economia e delle Finanze da emanare³⁰, entro 30 giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge. Con lo stesso decreto sono approvate le norme relative all'ammortamento del debito e all'*utilizzo degli strumenti derivati* da parte dei succitati enti.

L'articolo in esame prevede, inoltre, che gli Enti possano emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito.

Infine, gli stessi enti possono provvedere alla conversione dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996, anche mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegoziazioni, anche con altri istituti, dei mutui, in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli Enti stessi, al netto delle commissioni e dell'eventuale retrocessione del gettito dell'imposta sostitutiva di cui all'art.2 del d.lgs. n. 239/96.

Ricapitolando è previsto:

²⁹ Gli Enti che non rispetteranno i vincoli suddetti saranno sanzionati con "tagli" ai trasferimenti erariali, così come saranno ulteriormente sanzionati gli Enti che non trasmetteranno le informazioni al Ministero dell'economia e delle finanze.

³⁰ Sentita la Conferenza unificata di cui all'art. 8 del decreto legislativo 28 agosto 1997, n. 281.

- Coordinamento, da parte del Ministero dell'economia e delle finanze, dell'accesso al mercato dei capitali da parte degli Enti locali;
- Mutui e prestiti di tipo bullet: con rimborso del capitale in un'unica soluzione;
- Conclusione di swap;
- Conversione dei mutui contratti dopo il 31/12/96 con boc, rinegoziazioni e altre forme che saranno chiarite nella normativa attuativa.

Proposte ANCI-UPI

Successivamente all'entrata in vigore della Finanziaria 2002, e prima del Decreto ministeriale applicativo, è intervenuta anche una *proposta* congiunta di ANCI (Associazione Nazionale Comuni Italiani) e UPI (Unione delle Province d'Italia). Con essa le due associazioni chiedevano un intervento legislativo al fine di regolamentare l'uso dei derivati da parte degli enti locali, delineando le tipologie utilizzabili, ribadendone il fine non speculativo e auspicando che tale intervento potesse essere codificato anche all'interno del Testo Unico sugli enti locali (D.to L.vo 267/2000) con l'introduzione di un articolo specifico³¹.

³¹ Viene qui di seguito riportato il *testo parziale della proposta ANCI-UPI*:

“Si richiede che venga disciplinata l'attività di gestione del rischio finanziario degli enti locali, introducendo la possibilità da parte degli enti locali di utilizzare strumenti finanziari derivati. Un intervento legislativo è quanto mai opportuno al fine di dare certezze alle prime sperimentazioni effettuate e per evitare un uso distorto di tale strumenti ed, in particolare, l'assunzione di posizioni speculative. Auspichiamo altresì che non ci sia una chiusura eccessiva a tali tipo di operazioni da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze, con la previsione di operazioni troppo semplificate o codificate rigidamente, per il timore che non ci siano le professionalità per gestire questi strumenti. Sarebbe sufficiente prevedere la possibilità per gli enti locali di utilizzare strumenti finanziari derivati o altri strumenti in uso nei mercati finanziari per ristrutturare il proprio indebitamento e/o a fini di copertura con il divieto di effettuare operazioni speculative. In proposito si propone una regolamentazione in sede di testo unico dove si fissano solamente i principi e le finalità di tali operazioni lasciando all'autonomia regolamentare degli enti le modalità di scelta degli intermediari e la fissazione della normativa di dettaglio e di ulteriori vincoli alle operazioni da effettuare. Un eventuale regolamentazione con Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, come prospettato dal Disegno di Legge alla Finanziaria 2002, dovrà comunque rispettare l'autonomia finanziaria e regolamentare degli enti senza disciplinare in modo rigido tale tipo di operazioni.

Introduzione art. 205 bis:

1.Gli enti locali possono utilizzare strumenti finanziari derivati di copertura del rischio di tasso di interesse per la gestione delle passività risultanti da emissioni obbligazionarie, da mutui passivi e dalle altre forme di ricorso al mercato finanziario consentite dalla legge. Tali strumenti dovranno essere utilizzati per ridurre i rischi connessi all'oscillazione dei tassi di interesse ovvero alla concentrazione del proprio indebitamento in alcune categorie di tasso.

2.Gli strumenti derivati consentiti sono gli swap sui tassi di interesse e le opzioni sui tassi di interesse. Le operazioni di cui trattasi sono poste in essere esclusivamente su importi sottostanti che risultano effettivamente dovuti, rimanendo esclusa la possibilità di operare su valori figurativi; ferma restando la possibilità di utilizzare diversi strumenti finanziari con effetto combinato ai fini di un unico risultato finito sulla singola posizione sottostante nonchè di effettuare operazioni di segno opposto che neutralizzano in tutto o in parte gli effetti del precedente contratto, è fatto divieto di contrarre contemporaneamente più operazioni in derivati a valere sul medesimo capitale.

3.E' fatto divieto di utilizzare gli strumenti finanziari derivati per fini speculativi.

18. Il nuovo decreto ministeriale

Il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, in via di pubblicazione, è attuativo di quanto disposto dall'art. 41 della Legge Finanziaria per il 2002 e si occupa principalmente di disciplinare il *rischio controparte* che, tra le varie tipologie di rischio, è quello che desta maggiori preoccupazioni nel caso in cui sia un ente locale ad effettuare un'operazione in swap.

Questa forma di rischio, derivante non solo dall'operazione in swap, ma anche da tutti gli altri contratti derivati, riguarda l'eventualità che la controparte sia insolvente nel versamento del differenziale dovuto e ciò provochi una mancata entrata ai danni dell'ente.

In generale, scopo fondamentale della legge è porre delle linee guida che, da un lato, diano certezza e rilevanza giuridica all'uso di questi strumenti, definendoli nelle tipologie e nelle modalità operative, e, dall'altro, lasci un certo margine di manovra in modo che ogni strumento si possa adattare specificatamente alle peculiarità di ogni ente.

Si è cercato, infatti, di contemperare la necessità di una disciplina attenta e puntuale con l'esigenza di una piena autonomia finanziaria, in modo da incoraggiare gli enti più restii ma, al tempo stesso, evitare che l'utilizzo dei derivati possa essere senza regole o basato su previsioni e stime del tutto personali circa l'andamento del mercato.

In tal senso, il contenuto del decreto può essere così sintetizzato:

1. *Definizione delle principali categorie di derivati*: gli unici contratti derivati che possono essere utilizzati sono:
 - gli swap su tassi di interesse;
 - i collar;
 - le combinazione di elementi basi di collar: collar+cap e/o floor;
 - i forward Rate Agreement (FRA).
2. *Gestione dei flussi*: occorre gestire i flussi derivanti sia per la quota capitale che per la quota interessi;
3. *Gestione del rischio*: per gestire e limitare il rischio occorre considerare i seguenti aspetti:
 - a) *La controparte*: deve essere affidabile, ossia denominata affidabile dalle aziende di rating;
 - b) *L'esposizione al rischio*: viene intesa come grandezza dell'esposizione nei confronti di una sola controparte. Occorre un frazionamento delle operazioni in swap tra più controparti, in modo tale che ci sia anche un frazionamento del rischio di controparte. Se l'ente ha scelto un'azienda con basso rating il volume di swap da concludere con la stessa

non dovrà essere troppo elevato. Ad esempio, se il limite fissato è pari al 25% e lo swap ha un volume di 100.000 Euro, l'operazione dovrà essere conclusa per un massimo di 25.000 Euro a controparte.

Per quanto riguarda le posizioni già aperte per le quali il limite è già superato si pensa, invece, che le stesse non debbano essere modificate ma l'ente dovrà tendere, nel futuro, a rispettare tale vincolo.

Non sono previste sanzioni in caso di inosservanza di tali norme.

Attraverso il nuovo decreto si ipotizza che non sia più necessaria la regolamentazione di tali operazioni, prima del loro utilizzo, in sede di statuto o regolamento di contabilità da parte del Consiglio dato che la previsione legislativa li ha regolamentati e gli enti sono autorizzati ad utilizzarli da una legge e non più da loro norme interne.

19. L'iter amministrativo e procedurale

Prima del nuovo decreto per procedere all'utilizzo di un derivato occorre che l'ente ne prevedesse l'uso all'interno del proprio *regolamento di contabilità*; nel regolamento doveva essere altresì specificato il limite delle operazioni, tese solo a coprire i rischi relativi alla volatilità dei tassi di interesse o alla concentrazione del proprio indebitamento in alcune tipologie di tasso, e l'esplicito divieto di porre in essere operazioni speculative.

Con il nuovo decreto questo primo passaggio è stato eliminato; pertanto, le fasi relative all'iter procedurale ed amministrativo di un contratto derivato sono le seguenti:

1. Determinazione dell'obiettivo da raggiungere tramite in derivato all'interno della Relazione Previsionale e Programmatica;
2. Affidamento dell'obiettivo al dirigente responsabile tramite il Piano Esecutivo di Gestione; nel peg la Giunta deve anche specificare i criteri per la scelta del consulente finanziario (o advisor) che avviene tramite gara informale;
3. Determina a contrattare per l'individuazione dell'advisor;
4. Scelta dell'advisor tramite gara informale: i parametri utilizzati per effettuare la scelta fanno riferimento, principalmente, al rating della controparte e al costo da sostenere;
5. Affidamento dell'incarico di consulenza tramite determina dirigenziale. In questa fase è importante definire gli scopi da perseguire, gli strumenti relativi al successivo monitoraggio ed i criteri di contabilizzazione;
6. Definizione dell'*accordo normativo quadro*: tale accordo può essere:

- standardizzato (modello ISDA)³².
- adattato alle specifiche esigenze dell'ente.

Al termine di questa fase l'advisor è già nelle condizioni di compiere una prima analisi della struttura debitoria dell'ente e per delineare possibili strategie da adottare in tema di ristrutturazione del debito;

7. Approvazione strategica in Consiglio: avviene tramite una delibera che fissa almeno le linee guida lasciando poi al dirigente la conclusione delle operazioni entro i limiti prefissati, dato che, trattandosi di derivati, le conseguenze modificano le condizioni di indebitamento e hanno ricadute sul bilancio attuale ma anche su quelli futuri. Alcuni enti lasciano alla Giunta la competenza sulle singole operazioni da effettuare; in tal caso occorre che il Consiglio fissi, in sede di Relazione Previsionale e Programmatica la strategia di ristrutturazione del debito da perseguire.
8. Determina del Dirigente per concludere l'operazione, sulla base dei limiti dati dalla Giunta o dal Consiglio;
9. Individuazione della controparte per concludere l'operazione. L'intermediario scelto dovrà possedere un adeguato merito di credito e potrà essere anche lo stesso advisor.
Di fatti, l'ente può sia individuare l'operazione in derivati e poi scegliere l'advisor, sia individuare un advisor come consulente che a sua volta determinerà le operazioni di ristrutturazione da compiere. Tali operazioni saranno concluse con lo stesso advisor o con un altro intermediario, scelto tramite un bando di gara.

20. Modalità di contabilizzazione

Per quanto riguarda la contabilizzazione delle somme risultanti dall'IRS, non essendoci vincoli normativi specifici in merito appare opportuno che ogni ente decida in proprio il metodo di contabilizzazione, con criteri da specificare e riportare nell'ambito dei documenti che fanno riferimento all'iter amministrativo e procedurale precedentemente esaminato.

In generale, la soluzione più appropriata sembra essere quella di contabilizzare solo i *differenziali*.

Potendo assumere sia valore positivo che negativo essi, nel primo caso, andranno a confluire nel Titolo 3, Categoria 5, trattandosi di entrate extra-tributarie, mentre nel secondo caso verranno

³² L'ISDA, Associazione Internazionale dei Dealers in Swap, ha cercato di dare delle linee guida generali cui le controparti possono far riferimento per la determinazione delle variabili da cui dipende il calcolo dei flussi di pagamento relativi allo swap.

iscritti e nel Titolo I della Spesa corrente, all'Intervento 6, ossia alla voce "Interessi passivi e oneri finanziari diversi".

Inoltre, sembra opportuna anche la costituzione di un *Fondo rischi* che vincoli i risparmi iniziali eventualmente ottenuti con lo swap in vista della copertura di eventuali perdite successive.

Tale fondo potrà essere utilizzato, nel corso della durata del contratto, nel caso in cui le previsioni risultino errate e provochino il versamento di differenziali negativi e rimarrà vincolato fino alla conclusione del contratto.

21. Conclusioni

L'utilizzo degli Interest Rate Swap sembra avere potenzialità ancora inesplorate nella realtà degli enti locali. A tutt'oggi, pochi sono gli enti che abbiano in concreto fatto uso di tali strumenti derivati, spinti sia da incertezze legislative (che sembrano in parte colmate dal recente decreto) sia da difficoltà di carattere pratico o da mancanza di professionalità.

D'altra parte, la possibilità di incorrere in perdite, anche elevate, assieme alle relative responsabilità cui possono andare incontro i dirigenti non ne ha certo invogliato l'utilizzo.

Trattandosi di enti pubblici in cui, ad esempio, l'uso di posizioni speculative è di per sé già vietato dalle disposizioni legislative, appare quanto mai necessario utilizzare il criterio della prudenza, criterio che deve guidare ogni fase relativa all'implementazione di un qualsiasi derivato e portare alla nascita di posizioni che possano comportare risparmio dei costi ma che soprattutto, riparino l'ente dal rischio, invece di crearne di nuovi.

L'attenzione deve essere pertanto rivolta principalmente a definire degli obiettivi di copertura che siano caratterizzati da una bassa propensione al rischio e ad operazioni di ristrutturazioni attente ed oculate, da controllare non solo preventivamente, ma anche successivamente ed in modo costante, per verificare continuamente se il livello di rischio attuale si avvicini a quello desiderato e se occorra rimodulare le posizioni non più redditizie e troppo rischiose a causa di un'evoluzione sfavorevole del mercato.

La valutazione relativa alla convenienza di un IRS, inoltre, non può basarsi esclusivamente sullo svolgimento delle varie fasi esaminate in precedenza, ma deve essere comparata con la convenienza offerta dalle altre operazioni di ristrutturazione del proprio debito, come rinegoziazioni o estinzioni anticipate, che, in alcuni casi, possono risultare meno costose e più conosciute all'ente.

Il confronto è necessario non solo tra lo swap e gli altri strumenti di rimodulazione del debito, ma anche tra l'IRS e le altre operazioni in derivati, così come tra lo swap prescelto e le varianti proposte all'ente da altri istituti di credito. In questo caso, occorrerà definire in maniera uniforme alcune delle caratteristiche delle operazioni considerate, come il tasso, il rischio e la durata, in modo da rendere omogenei i raffronti.

Lo sforzo che ogni ente dovrebbe compiere, oltre che a livello formativo, dovrebbe essere quello di spostare tutta la propria gestione verso i nuovi concetti di gestione attiva e di gestione integrata dell'attivo e del passivo, compiendo periodicamente le varie fasi di cui questa si compone.

Il monitoraggio delle posizioni e dei rischi deve essere continuo e costante e gli swap sui tassi d'interesse non possono essere utilizzati come un mezzo per la risoluzione di tutti i problemi relativi ai disequilibri di bilancio. Tali operazioni non sanano qualsiasi disfunzione relativa all'indebitamento, quindi occorre utilizzarle soprattutto nel momento della definizione di un nuovo mutuo più che per modificare completamente la situazione debitoria già in essere.

I prodotti dovranno essere scelti in funzione delle proprie esigenze in modo da creare delle strutture ad hoc che limitino l'esposizione al rischio e facciano ottenere un risparmio dei costi, con soluzione che più che singole devono essere globali, ossia devono considerare l'ente nel suo complesso e non il singolo mutuo da ristrutturare.

BIBLIOGRAFIA ESSENZIALE

- o AA.VV., *"Finanziare lo sviluppo locale"*, Il Mulino, 1998;
- o Autori Vari, *"Commento al Testo Unico in materia di ordinamento degli Enti Locali (D.lgs. 18 agosto 2000, n. 267)"*, Maggioli Editore, 2000;
- o Barbaluce S., *"La contabilità dell'ente locale"*, Giuffrè, Milano, 1996;
- o Bellesia M., *"Il patto di stabilità interno degli enti locali"*, Collana editoriale ANCI, Casa Editrice CEL, Gorle (BG), 2002;
- o Bertinotti N., *"Il nuovo sistema integrato di contabilità degli Enti locali"*, Maggioli Editore, 1999;
- o Boccia F., Nigro M., *"La finanza innovativa, Boc, Bop, Bor, swap e mutui: costi e opportunità per non sbagliare investimenti"*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2000;
- o D'Aristotile E., *"Gli investimenti negli enti locali"*, Casa Editrice CEL, Gorle (BG), 2000;
- o Falini A., *"La strategia economica e finanziaria degli enti locali. Prestiti obbligazionari e finanza di progetto"*, Guerini e Associati, Milano, 2000;

- o Farneti G., *"Gestione e contabilità dell'ente locale"*, Maggioli Editore, 1999;
- o Levis M. - Precetto M., *"I contratti swap"*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1996;
- o Maiardi P.G., *"Guida pratica ai finanziamenti agli enti pubblici"*, Guida ABI, 2000;
- o Petrella G., *"Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale"*, Milano, EGEA, 1997;
- o Pignatti O. (a cura di), *"Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari"*, Maggioli Editore, 2001;

