

12/06/218

La scommessa dei derivati di Stato

Documento di posizionamento

Indice:

- Breve storia dei Derivati di Stato
- I numeri conosciuti del fenomeno
- Un confronto europeo
- Il Caso Morgan Stanley
- Le principali questioni da affrontare: proposte
- Appendice Informativa

ufficiostudi.fdi@senato.it

SENATO DELLA REPUBBLICA

Breve storia dei Derivati di Stato

Ad aprire la strada alla nascita dei derivati del Tesoro italiano furono i governi di Bettino Craxi negli anni 80'. Sono infatti gli anni dove assistiamo all'aumento esponenziale della spesa pubblica e all'esplosione del debito pubblico che passa dal 63% al 90% in poco più di 4 anni. Il Tesoro ha così l'esigenza di collocare anche a l'estero un crescente numero di titoli di Stato e lo deve fare in valuta estera per convincere l'investitore straniero a comprare il titolo (la Lira, infatti, è soggetta a ricorrenti svalutazioni) e per farlo deve assumere su di sé il rischio di cambio. Per mitigare tale rischio il Tesoro inizia a sottoscrivere con le banche dei derivati **Cross Currency Swap** (scambio incrociato di valute).

Alla metà degli anni Novanta la situazione cambia e il governo Dini amplia la tipologia di derivati che possono essere fatti. Il contratto quadro sui derivati con Morgan Stanley, che causerà il salasso del capodanno 2012 di 3,4 miliardi, è infatti del 1994. In particolare compaiono sul mercato gli **Interest rate Swap (IRS) che sono scambi di flussi di tassi di interesse fisso contro variabile** e viceversa. La giustificazione per l'utilizzo di tali derivati è che permettono di allungare la vita media del debito pubblico e assicurano dal rischio di rialzo dei tassi.

Lo Stato ha sottoscritto, inizialmente, questi strumenti soprattutto per coprirsi dal rischio di un incremento dei tassi di interesse sul debito pubblico. Tale meccanismo poteva andare bene quando i tassi crescevano, vista l'instabilità economica di cui l'Italia ha sofferto a lungo. Quando invece i tassi scendono, come è successo negli ultimi anni, si generano le perdite e l'assicurazione diventa un boomerang.

In una seconda fase, il Tesoro, al fine di allungare la vita media del debito (duration), ha stipulato derivati con scadenza più lunga rispetto a quella del debito rinviando, di fatto, l'esborso dovuto alle generazioni future e soprattutto ai governi futuri.

L'Italia ha sottoscritto, oltre alle formule più "tradizionali" per tutelarsi dal rialzo dei tassi, anche delle opzioni su derivati: le c.d. **Swaption**. Semplificando: **il Tesoro vende ad una Banca d'affari la facoltà di scegliere se entrare o no in uno Swap in un dato momento e a determinate condizioni in cambio di un immediato corrispettivo**. Come vedremo per Morgan Stanley le condizioni contrattuali estremamente vantaggiose per la banca porteranno allo Stato italiano un danno economico enorme. Questi strumenti altamente speculativi non possono essere considerati forme di copertura dei rischi o di allungamento di vita del debito, ma solo azioni per coprire deficit di bilancio nel breve periodo scaricando i costi ed i rischi sugli esercizi futuri.

Altra questione molto cara ai funzionari del MEF è che (secondo i criteri contabili del SEC2010) fino a quando la swaption non viene esercitata dalla Banca (cioè la banca attiva/entra in uno swap con lo Stato) essa non deve essere registrata nel debito. Da qui la

"convenienza" o il perverso incentivo a rinegoziare swaption a condizioni, immaginiamo, sempre peggiori.

Abbiamo poi il tema dei derivati, sottoscritti in particolare dalle amministrazioni locali e regionali, che prevedevano condizioni deliberatamente sbilanciate a favore di una delle due parti in una fase iniziale per poi rovesciare le stesse in una fase successiva. Praticamente l'ente incassava una somma nell'immediato a fronte di impegni di pagamenti molto superiori a partire da date future che spesso coincidevano con il termine del mandato degli amministratori...

A fronte, come vedremo nel capitolo successivo, di perdite notevoli da parte della Repubblica sul fronte dei derivati il tema è coperto dal massimo riserbo, basti considerare che Il MEF pubblica sul sito solo il valore nozionale e quello di mercato per le principali tipologie di contratti derivati e solo dall'autunno del 2013 il MEF fornisce regolarmente alla Banca d'Italia informazioni sul valore di mercato delle operazioni stipulate dalle Amministrazioni Centrali. Nulla ci dicono queste informazioni su cosa sia scritto in questi contratti, quali siano il motivo del loro utilizzo, quale il profilo di rischio, la presenza di clausole di terminazione anticipata ecc.

Il MEF a sostegno del mantenimento della riservatezza ha sempre addotto le medesime obiezioni: perdita di potere contrattuale, la maggiorazione di prezzo che le controparti richiederebbero a fronte della disclosure loro imposta e la presenza di apposite clausole di "non disclosure agreement" che vincolano alla riservatezza. Obiezioni deboli considerato che le Banche d'investimento con cui la Repubblica contratta i derivati sono anche gli stessi operatori Specialisti che collocano il debito pubblico italiano sui mercati con grande guadagno.

In questa cornice di segretezza, non scalfita nemmeno da continue interrogazioni parlamentari si delinea l'importanza del caso Morgan Stanley che ha permesso di gettare una piccola luce su questi contratti.

I numeri conosciuti del fenomeno

Il flusso netto degli interessi incassati (+) o pagati (-) dallo Stato sulle operazioni in derivati suddiviso per anno (valori in miliardi di euro)

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
+3	+0,490	+1,023	+0,610	+0,883	+0,474	+0,498	+0,608	-0,260	-0,568
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
-0,595	-1,116	-1,947	-1,858	- 1,912	-2,7	- 3,6	-3,1	-5,2	-4,6

Costo Complessivo dei derivati 2011-2016.

Il costo, oltre al flusso netto, prende in considerazione anche l'indebitamento contabile (rinegoziazioni ed attivazioni di opzioni). Per esempio nel corso del 2016, sono giunte a maturazione delle swaption, quattro, che hanno comportato un aumento del debito di 3,2 miliardi di euro.

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
-2.4	- 5.5	-3.5	-5,4	-6,7	-8,6	-5,5

* Nel 2016 il dato è controverso. Abbiamo riportato valutazione del Il sole 24 ore

* Nel 2017 le operazioni in derivati hanno dato luogo a flussi finanziari aventi natura diversa dagli interessi pari a 972 milioni di euro, per effetto primariamente dell'esborso derivante dall'esercizio di quattro opzioni. Non si sono registrate uscite di cassa legate all'esercizio di clausole di chiusura anticipata di contratti swap

Composizione del portafoglio dei derivati sottoscritti dal Tesoro Italiano a fine 2014 (valori in miliardi di euro)

	Valore Nozionale	Valore di mercato
Cross currency swap	21.3	+1.0
Interest Rate swap di copertura	12.3	0.6
Interest rate swap di duration	102.9	-33.0
Interest rate swap ex Ispa	3.5	-1.5
Swaption	19.5	-9.1

- In sintesi: se dal 2013 al 2016 la politica monetaria di Mario Draghi ha permesso alle nostre casse pubbliche un risparmio cumulato in termini di interessi di **24 miliardi** (dato Istat), nello stesso arco di **tempo le perdite sui derivati hanno pesato sul debito pubblico di altrettanti 24 miliardi** (dato Eurostat).
- Negli ultimi 10 anni il costo delle operazioni in derivati è **stato pari a 40 miliardi** di euro. Purtroppo non è finita. Si stima, sulla base delle poche informazioni in possesso, che le perdite saranno nel periodo **2018-2021 di altri 20 miliardi**, ipotizzando che non si facciamo altri derivati.

Un confronto europeo (Fonte il sole 24 ore)

Nel 2016 i derivati hanno causato ai conti pubblici italiani un aumento del debito di 8,3 miliardi. Nello stesso 2016, invece, **l'Olanda** con i derivati ha registrato **una riduzione del**

debito pubblico di 6,5 miliardi. Germania e Francia invece solo minimi aumenti, pari a 852 e 979 milioni.

Se si estende il conto agli ultimi 4 anni, in Italia i derivati hanno causato un aumento del debito pubblico nel complesso di 24 miliardi (32 calcolando dal 2011), in Germania di soli 4,5 miliardi, in Francia di appena 293 milioni e in Olanda l'impatto stato addirittura positivo per un totale di 11,7 miliardi.

L'Olanda, che ha meno debito di noi, ha in realtà più derivati rispetto all'Italia: 481 miliardi nominali contro circa 160. L'aspetto curioso è che i due Paesi, pur tanto distanti nelle fortune dei derivati, dichiarano almeno un obiettivo analogo nella gestione del debito pubblico: l'allungamento della sua durata media.

Ma l'Olanda non registra perdite, a differenza nostra. Per un motivo semplice: il portafoglio derivati dell'Olanda è più coerente con l'attuale situazione di tassi bassi. Il Governo olandese ha infatti attualmente (a marzo 2017) 255 miliardi di euro di «receiver swap» (cioè contratti in cui il Governo paga a una banca d'affari un tasso variabile oggi basso e incassa un tasso fisso più elevato) e 225 miliardi di «payer swap» (che funzionano nel modo opposto): i derivati di tipo «receiver», che in Olanda sono maggioritari dato che il Paese ha sempre emesso molti titoli di Stato a lunga scadenza, beneficiano del calo dei tassi. Dunque il Paese dei tulipani oggi guadagna.

In Italia il portafoglio derivati è invece ben diverso. Il nostro ministero dell'Economia negli anni passati, per allungare la durata del debito e per «assicurarsi» contro il rialzo dei tassi, ha infatti stipulato molti «swap» in cui lo Stato paga a una banca d'affari un tasso fisso a lunga scadenza e in cambio incassa dalla stessa banca d'affari un tasso variabile a breve scadenza. Questo, dato che i tassi sono scesi negli ultimi anni come mai nel passato, causa un profondo rosso per l'Italia.

Dato che il 71% del nostro portafoglio di derivati funziona in questo modo le perdite sono consistenti.

Il Caso Morgan Stanley

Il caso di danno per la Repubblica più clamoroso sui derivati, ad oggi, riguarda Morgan Stanley e ha origine nel 1994. Allora direttore del Tesoro era Draghi. L'accordo quadro prevedeva 19 operazioni in derivati della Banca Americana. L'istituto statunitense, inoltre, si era assicurato la possibilità, attraverso una clausola ATE (Additional termination events), di estinguere **unilateralmente** tutti i contratti di derivati nel caso il valore della propria esposizione verso lo Stato avesse oltrepassato un limite, variabile da 50 a 150 milioni a seconda del rating dello Stato italiano. Questa soglia venne superata già nel 2001 ma la

banca aspettò a esercitare la clausola fino al 2011 quando il governo, nel pieno della tempesta sullo spread, non si oppose. **Risultato, un incasso di 3,1 miliardi per l'istituto americano che esercitando la clausola della chiusura anticipata (cd: early termination) liquida: 3 swaption e 1 Interest Rate swap e ristrutturazione due Cross Currency Swap.**

In particolare bisogna evidenziare che le 3 Swaption, sottoscritte nel 2004 a fronte di un premio pagato dalla banca di soli **47 milioni di euro**, sono costate allo Stato nel 2011/2012 la cifra di **1,3 mld di euro**.

Questa incredibile vicenda coinvolge tutti i Ministri dell'Economia dal 1994 ad oggi ed in particolare gli alti dirigenti del Mef quali il dott. Siniscalco (poi passato a Morgan Stanley), Vittorio Grilli, l'attuale Direttore del Tesoro La Via e la dott.ssa Cannata (la dirigente che ha gestito il debito pubblico italiano per 17 anni).

La storia dei derivati di Morgan Stanley, sui quali si sono accumulate nel tempo informazioni abbastanza certe, possono fare luce sulle gravi inadempienze dei nostri funzionari apicali e sulla folle scommessa dei derivati di Stato.

- 1) Il contratto con Morgan Stanley rappresenta purtroppo, solo una piccola parte delle posizioni debitorie assunte dallo Stato. Essa ha avuto un riscontro giornalistico semplicemente perché è anche l'unica di cui oggi si sappia qualcosa. Sui rimanenti contratti di derivati la posizione di funzionari e ministri oscilla tra omertà e segreto di stato. L'informazione dell'esborso di 3,1 miliardi, ad esempio, è scoperto da una rivista specializzata londinese (Risk) che studiando il bilancio di Morgan Stanley del 2011 si accorge di una nota striminzita che riporta la variazione della posizione debitoria con la Repubblica Italiana. Fino a quella data nessuno aveva comunicato chiaramente tale esborso. Negli anni a seguire si rincorreranno interrogazioni parlamentari sulla vicenda e sulla visione dei contratti a cui non saranno mai data risposte chiare ed esaurienti.
- 2) Il quadro legislativo dal 2003 prevedeva e prevede il ricorso a strumenti finanziari derivati per ridurre il costo complessivo dell'indebitamento: la vendita di Swaption non è una operazione di copertura dei rischi e/o di riduzione del costo, ma una operazione speculativa o ancora peggio un facile incasso immediato contro un indefinito pagamento futuro.
- 3) La clausola ATE (Additional termination events), che prevedeva il recesso unilaterale da parte di Morgan, era rimasta sconosciuta al Mef per molti anni. Oltretutto poteva essere disinnescata facilmente attraverso una garanzia collaterale, mai attuata. Immaginiamo che il DM del 20 Dicembre 2017 di "straordinaria amministrazione" di Padoa-Schioppa risponda con 20 anni di ritardo a tale esigenza per altre opzioni su derivati (il

condizionale quando si parla di derivati è d'obbligo) di cui ovviamente non conosciamo natura finalità e contenuti.

- 4) Il Mef ha sempre dichiarato che l'obiettivo dei derivati sottoscritti era l'allungamento della durata del debito, la clausola ATE accettata e mai contestata va esattamente nella direzione opposta.
- 5) Il contratto era ed è scritto solo in lingua inglese
- 6) Il Mef ha sottoscritto contratti di derivati con risorse professionali e strumentali inadeguate. Il ministero all'epoca non disponeva di software per analisi probabilistiche e non aveva un ufficio di gestione del rischio finanziario.
- 7) Non è stata compiuta alcuna gara formale o informale per selezionare questo prodotto tra gli operatori inseriti nell'albo degli specialisti
- 8) Al momento della volontà di esercizio della clausola il Mef e il Governo Monti non approfondirono la fondatezza legale della pretesa della controparte, non ricordarono alla banca americana di essere solo una dei 19 "specialisti" in titoli di stato autorizzati dalla Repubblica, non prospettarono soluzioni alternative: pagarono e tacquero.

Le principali questioni da affrontare: proposte

➤ Trasparenza delle operazioni in derivati

Le amministrazioni pubbliche sono obbligate a pubblicare on line, i nominativi e la tipologia di incarico di qualsiasi consulente anche quelli il cui costo è di poche migliaia di euro, al contrario nel caso di contratti miliardari in derivati le informazioni sono negate anche agli stessi Parlamentari della Repubblica.

Prudenza, capacità di valutare il rischio e di prevedere l'esposizione economica alla stipula del contratto costituiscono criteri generali per la condotta di qualsiasi soggetto che stipula operazioni in strumenti derivati. Queste caratteristiche, soprattutto nel caso di operazioni stipulate dalle Amministrazioni pubbliche, devono potere essere adeguatamente valutate e, pertanto, devono essere resi disponibili i livelli adeguati di informazione e di trasparenza per consentire un appropriato giudizio.

Per le operazioni in derivati stipulate in passato e ancora in essere, sappiamo pochissimo o nulla. È necessario invece conoscere i valori nozionali e di mercato distinti per tipologia di derivato, scadenza, controparte e relativo merito di credito. È inoltre rilevante sapere su quanti e quali contratti derivati sono presenti clausole di chiusura anticipata e conoscere il costo che dovrebbe sostenere oggi la Repubblica italiana qualora venissero esercitate. Allo stesso modo è importante conoscere il valore e il contenuto delle opzioni (swaption) stipulati

dal Mef. In sintesi se i derivati, come sostiene il MEF, possono proteggere lo Stato dal rischio di aumento dei tassi e contenere le perdite, per quale motivo non possono essere divulgati?

Il nuovo governo va dunque incalzato sulla pubblicazione integrale o delle parti sostanziali dei contratti in derivati. Vanno rese pubbliche e sottoposte alle commissioni Finanze di Camera e Senato le ristrutturazioni e/o novazione di qualsiasi contratto di derivato in essere.

➤ **Limitare l'uso dei derivati**

Dal 2001 in Italia abbiamo assistito ad una giusta stretta nell'utilizzo dei derivati da parte delle amministrazioni locali mentre, al contrario e in maniera schizofrenica, veniva ampliata per gli organi centrali (MEF) la possibilità di ricorrere a tali strumenti. Come correttamente fatto per Comuni e Regioni e al pari degli interventi approvati per i giocatori d'azzardo bisogna limitare l'uso dei derivati e allo stesso tempo rafforzare, sotto il profilo professionale, tecnologico e organizzativo, le strutture del Mef che gestiscono tali strumenti.

È necessario intervenire sulla tipologia di contratti derivati ai quali il MEF può ricorrere. Per esempio vietando le Swaption.

Vietare l'utilizzo di qualsiasi nuova tipologia di derivato "inventato" dalle banche salvo previo assenso con legge dello stato.

Divieto di sottoscrivere contratti derivati che prevedano il versamento preventivo di premi upfront.

Le finalità per l'utilizzo dei derivati vanno riformulate in chiave restrittiva e finalizzate al solo "contenimento del costo complessivo dell'indebitamento" per evitare operazioni finalizzate all'aumento della durata media del debito.

➤ **Istituzione di commissione d'inchiesta sull'utilizzo dei derivati da parte dello Stato**

I numeri delle perdite in derivati di Stato sono come visto ingenti, ma soprattutto il confronto con le perdite degli altri paesi europei, di gran lunga inferiori, ci debbono far interrogare su come tali contratti siano stati gestiti dai Ministri della Repubblica e dai funzionari del MEF. La procura della Corte di Conti di Roma, sta oggi indagando sul caso Morgan Stanley, ma non è sufficiente. Bisogna far luce sui troppi interrogativi rimasti senza risposta ed identificare i responsabili politici ed amministrativi.

Va istituita una commissione parlamentare d'inchiesta, supportata da professionisti specializzati, che oltre a ricostruire e conoscere i derivati contratti dalla Repubblica, chiarisca molteplici interrogativi:

- 1) Quale strategia aveva/ha Il Tesoro quando ha firmato contratti in derivati con profili altamente speculativi?
- 2) Quale strategia aveva/ha Il Tesoro quando ha ristrutturato i contratti in derivati?
- 3) Come è stato calcolato e quantificato il profilo di rischio dei derivati sottoscritti? è stato fatto?
- 4) Quali sono i rapporti tra funzionari del Mef e banche d'investimento, esistono casi di "porte girevoli"?
- 5) Quale convenienza aveva la Repubblica nell'inserimento di clausole unilaterali di recesso anticipato a favore della Banche?
- 6) Le conoscenze dei funzionari incaricati del Mef e la disponibilità di risorse professionali e strumentali del Tesoro erano/sono adeguati per poter contrarre derivati?

Appendice Informativa

I derivati delle Amministrazioni pubbliche. Il quadro regolamentare

Nell'ordinamento italiano non c'è un sistema unico di regole per l'utilizzo di derivati da parte dei soggetti pubblici. Per le Amministrazioni locali sono stati previsti, a partire dal 2001, vincoli normativi progressivamente più stringenti, al fine di evitare l'assunzione di rischi eccessivi e l'utilizzo improprio di tali strumenti. Nel giugno del 2008 è stata loro temporaneamente vietata la stipula di nuovi contratti, in attesa di una riforma organica. Il divieto è stato reso definitivo dalla legge di stabilità per il 2014. *Le uniche eccezioni al divieto sono rappresentate dalla possibilità di inserire opzioni cap nei contratti di finanziamento a tasso variabile e di ristrutturare le operazioni esistenti in seguito a cambiamenti delle passività sottostanti; sono inoltre ammessi il cambio della controparte ("novation") e la cancellazione di clausole di risoluzione anticipata e di altre componenti opzionali nei contratti esistenti. La legge di stabilità per il 2014 ha anche vietato alle Amministrazioni locali l'emissione di passività in valuta, che richiedevano il ricorso a derivati per la copertura del rischio di cambio.*

Per le Amministrazioni centrali (MEF), l'utilizzo di derivati è disciplinato dal DPR n.398 del 2003 (Testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico). Il DPR stabilisce che tra gli strumenti finanziari utilizzabili per la gestione del debito pubblico rientrano anche i contratti derivati, con l'esclusione di quelli creditizi. La tipologia di contratti derivati ai quali il MEF può ricorrere (art. 1, comma 2, lettera d del d.lgs. n. 58 del 1998), sono: "contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap", accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti.

IL DPR rinvia a "decreti cornice", emanati ogni anno dal Ministro dell'Economia e delle finanze, la definizione di obiettivi, limiti e modalità operative alle quali il Tesoro deve attenersi nella gestione del debito pubblico, anche con riferimento all'impiego di strumenti derivati. Le norme sull'utilizzo di derivati contenute nei "decreti cornice" sono rimaste relativamente stabili nel corso degli anni.

In sintesi, esse prevedono che:

- 1) i contratti siano sottoscritti dal Direttore Generale del Tesoro (o, per sua delega, dal Direttore della Direzione II, competente in materia di debito pubblico)
- 2) l'utilizzo di strumenti derivati avvenga solamente nell'ambito di operazioni di ristrutturazione del debito pubblico finalizzate al "contenimento del costo complessivo

dell'indebitamento, la protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento e il buon funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato"; (Fino al 2004 l'obiettivo delle operazioni di ristrutturazione era "la minimizzazione del costo del debito")

3) i contratti siano conclusi solo con istituzioni finanziarie di elevata affidabilità. L'affidabilità è giudicata sulla base della valutazione espressa dalle principali agenzie di rating. Agli Specialisti in titoli di Stato viene accordata la preferenza nella conclusione di operazioni in derivati (per la scelta della controparte non è necessario indire una gara)

4) le operazioni concluse siano regolarmente comunicate all'Ufficio di Gabinetto del Ministro dell'Economia e delle finanze.

Il Dipartimento del Tesoro trasmette semestralmente alla Corte dei Conti una relazione sulla gestione del debito, compresa l'operatività in derivati.

La legge di stabilità per il 2015 ha autorizzato il Tesoro a stipulare accordi di garanzia bilaterale sulle operazioni in derivati. In base a tali accordi le parti stabiliscono di depositare in garanzia, presso la parte creditrice, un importo pari al valore di mercato del derivato nella forma di titoli di stato dei paesi dell'area dell'euro o di disponibilità liquide. Lo strumento di mitigazione del rischio vorrebbe da una parte, agevolare il collocamento di titoli del debito pubblico presso il canale estero (la collateralizzazione riduce l'onere dei cross currency swaps) e dall'altro ridurre l'esposizione in derivati verso l'Italia di alcune banche.

I derivati

Nozioni di base

Cosa sono i derivati? Gli strumenti finanziari derivati sono contratti il cui valore dipende dall'andamento di un'attività **sottostante**. Le attività sottostanti possono avere natura finanziaria (come ad esempio i titoli azionari, i tassi di interesse e di cambio, gli indici) o reale (come ad esempio il caffè, il cacao, l'oro, il petrolio, ecc). Essi possono essere contratti negoziati sui mercati regolamentati oppure su non regolamentati, in questo caso si parla di Contratti negoziati *over the counter*

A cosa servono? Le principali finalità associate alla negoziazione di strumenti finanziari derivati sono le seguenti:

- **copertura di posizioni di rischio/assicurativa (hedging):** si intende proteggere il valore di una posizione da variazioni indesiderate nei prezzi di mercato. L'utilizzo dello strumento

derivato consente di neutralizzare l'andamento avverso del mercato, bilanciando le perdite/guadagni sulla posizione da coprire con i guadagni/perdite sul mercato dei derivati;

- **Speculazione:** strategie finalizzate a realizzare un profitto basato sull'evoluzione attesa del prezzo dell'attività sottostante;
- **Lucrare sul margine di arbitraggio:** Sfrutta le variazioni delle quotazioni tra mercati diversi invece delle variazioni delle quotazioni nel tempo.

Perché le Amministrazioni Pubbliche usano i derivati?

Oltre alle finalità sopra menzionate (copertura del rischio, speculazione e arbitraggio), i derivati possono essere utilizzati dalle Amministrazioni pubbliche per ulteriori finalità:

- Modificare la **durata** media/duration del debito
- **Costituire progressivamente il capitale** necessario al rimborso di titoli di tipo bullet (usato dalle amministrazioni locali)
- **Differire nel tempo oneri** per indebitamento per realizzare entrate temporanee/Abbellimento temporaneo dei conti pubblici

Principali categorie di prodotti derivati

■ 1. **Contratti a termine (non utilizzati dalla PA)**

Un contratto a termine è un accordo tra due soggetti per la consegna di una determinata quantità di un certo sottostante (attività finanziarie o merci) ad un prezzo (prezzo di consegna) e ad una data (data di scadenza) prefissati.

Le variazioni del valore del sottostante determinano il profilo di rischio/rendimento di un contratto a termine. Le principali tipologie di contratti a termine sono i contratti:

forward, che si caratterizzano per il fatto di essere fuori dai mercati regolamentati;

futures, negoziati sui mercati regolamentati e, proprio per questo, standardizzati per oggetto, dimensione, scadenza e regole di negoziazione. Alle parti, pertanto, è rimessa solamente la possibilità di definire il prezzo a cui vogliono acquistare o vendere.

■ 2. **Gli Swap**

Attraverso lo swap due parti si accordano per scambiarsi flussi di pagamenti (anche detti flussi di cassa) a date certe. I pagamenti possono essere espressi nella stessa valuta o in valute differenti ed il loro ammontare è determinato in relazione ad un sottostante. Generalmente gli swap sono usati per ricoprire o modificare posizioni di rischio.

Gli swap sono contratti OTC (over-the-counter) e, quindi, non negoziati su mercati regolamentati.

In base al sottostante si individuano vari tipi di swap. I principali osservati sui mercati finanziari sono:

Currency Swap - letteralmente "scambio di valute" - sono contratti in cui due parti si scambiano il capitale e gli interessi espressi in una divisa contro capitale e interessi espressi in un'altra divisa. Caratteristica ricorrente dei currency swap è che entrambi i flussi di pagamenti sono a tasso variabile.

Credit Default Swap (CDS) - sono contratti in cui un soggetto (c.d. protection buyer), a fronte di pagamenti periodici effettuati a favore della controparte (c.d. protection seller), si protegge dal rischio di credito associato ad un determinato sottostante che può essere costituito da una specifica emissione, da un emittente o da un intero portafoglio di strumenti finanziari. La funzione tipica del contratto è quindi la copertura dei rischi associati ad una determinata attività.

Interest rate swap (IRS) è un contratto che contempla lo scambio di interessi calcolati su un determinato ammontare prefissato chiamato nozionale. Il più diffuso e tradizionale contratto è lo swap fisso contro variabile. Tale accordo prevede che una delle due parti ceda all'altra un flusso di interessi calcolati sul nozionale con un tasso fisso in cambio del ricevimento degli interessi calcolati secondo un tasso variabile. Le variazioni del tasso variabile, rispetto ai livelli ipotizzati al momento della conclusione del contratto, determinano **il profilo di rischio/rendimento** del prodotto.

In particolare questi (IRS) sono i derivati maggiormente usati dal Mef. Esempi applicativi:

- **Swap su interessi per finalità di copertura:** Nel caso di emissioni di titoli a tasso variabile, il Tesoro può ritenere opportuno coprirsi dal rischio di aumento di tassi stipulando uno swap che preveda lo scambio, per un periodo pari a quello del titolo emesso, di un flusso di interesse a tasso fisso (a pagare) contro un flusso di interesse a tasso variabile (a ricevere). Il vantaggio è rappresentato dalla prevedibilità dell'onere complessivo, pari al tasso fisso swap. Il rischio è la rinuncia al beneficio che si determinerebbe qualora i tassi di mercato scendessero (in tal caso, infatti, lo swap darebbe origine a un flusso netto di pagamenti)
- **Swap su interessi per finalità di aumento della duration:** Al rinnovo di titoli a tasso fisso si determina il medesimo rischio di tasso sopra descritto per i titoli a tasso variabile. Le nuove emissioni potranno infatti risultare più onerose di quelle in scadenza nel caso in cui i tassi correnti siano nel frattempo aumentati. Per ridurre il rischio di tasso, la gestione del debito pubblico può quindi prefiggersi l'obiettivo dell'allungamento della duration (vita media del debito ponderata per il valore attuale delle emissioni). Tale obiettivo può essere perseguito sia mediante una politica di emissioni a lungo termine, sia mediante la sottoscrizione di swap su interessi (fisso a pagare contro variabile a ricevere) di durata superiore a quella media del debito. Tali contratti, non collegati a emissioni a tasso variabile, ma posti a fronte dell'intero

portafoglio al fine di aumentarne la duration, presentano il medesimo rischio dei derivati di copertura (rinuncia ai risparmi nel caso di riduzione dei tassi di mercato)

- **Swap con up-front, con finalità di abbellimento dei conti** La stipula di swap è stata nel passato motivata, non dall'esigenza di coprirsi da rischi futuri di tasso, bensì dall'esigenza di ottenere una riduzione degli oneri correnti per il servizio del debito. Tale obiettivo è stato ottenuto mediante contratti che prevedevano flussi di pagamento non equivalenti tra le parti, bensì sbilanciati a scapito del Tesoro. A compensazione di tale sbilanciamento (che avrebbe portato nel futuro un flusso netto di pagamenti a carico del Tesoro) veniva previsto il versamento di un prezzo iniziale (up-front), che consentiva un temporaneo miglioramento del saldo del bilancio pubblico.

■ 3. Le Opzioni

L'opzione è un contratto che attribuisce il diritto, ma non l'obbligo, di comprare (opzione call) o vendere (opzione put) una data quantità di un bene (sottostante) ad un prezzo prefissato (strike price o prezzo di esercizio) entro una certa data (scadenza, o maturità), nel qual caso si parla di opzione americana, o al raggiungimento della stessa, nel qual caso si parla di opzione europea.

Il bene sottostante (che deve essere scambiato su un mercato con quotazioni ufficiali o pubblicamente riconosciute ovvero, nel caso di evento, oggettivamente riscontrabile) può essere: un'attività finanziaria, come azioni, obbligazioni, valute, strumenti finanziari derivati, ecc.; una merce, come petrolio, oro, grano, ecc.; un evento di varia natura.

Nel momento in cui il compratore dell'opzione esercita il diritto, cioè decide di acquistare (call) o vendere (put), il suo ricavo consisterà: nel caso di opzione call, nella differenza tra il prezzo corrente del sottostante (c.d. prezzo spot) e il prezzo di esercizio; nel caso di put, nella differenza tra prezzo di esercizio e prezzo spot.

Assimilabili alle opzioni sono i covered warrant i quali, a differenza delle opzioni che sono contratti, sono titoli che incorporano un'opzione, emessi da banche o imprese di investimento; sono strumenti diffusi anche fra i piccoli risparmiatori

L'operazione in opzione più utilizzata dal Tesoro è

La vendita di swaptions, con finalità di abbellimento dei conti, è una cessione alla controparte del diritto di entrare, a una data prefissata, in uno swap con il Tesoro a un tasso prefissato (tasso strike). Non presenta finalità di copertura dal rischio, bensì espone il Tesoro al rischio: la controparte eserciterà infatti l'opzione solo nel caso in cui, alla scadenza prefissata, il contratto determini un flusso di pagamenti netti a carico del Tesoro. La finalità

del contratto è quindi rappresentata dal prezzo di vendita dell'opzione con finalità di abbellimento dei conti.

Varie

Clausole d'estinzione. Nei contratti dei derivati si possono inserire delle clausole d'estinzione quando si verificano determinate condizioni. In questo caso una delle parti può rescindere il contratto, obbligando l'altra parte a versare tutto il flusso di interessi netti che il contratto prevede da lì a fine vita.

Upfront è la somma che una parte riconosce alla controparte al momento della stipula di un contratto swap. Questo avviene in particolare quando un derivato, in genere uno swap, prevede delle condizioni deliberatamente sbilanciate a favore di una delle due parti.

Tra i vari prodotti finanziari offerti sul mercato dei prestiti, si è affacciato il finanziamento chiamato **"Bullet"**, "proiettile" e fa riferimento alla restituzione del capitale in una soluzione unica, quindi "in un colpo solo". Le modalità di rimborso di questo tipo di prestito obbligazionario o finanziamento, **utilizzato molto dalle amministrazioni locali**, prevedono un piano di ammortamento con la corresponsione del solo interesse durante tutto il periodo di ammortamento, mentre il capitale erogato inizialmente viene restituito in un'unica soluzione alla scadenza. Per costituire progressivamente il capitale necessario al rimborso di titoli di tipo bullet le Amministrazioni locali sottoscrivono derivati (Bullet amortizing swaps).