

LA RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO DEGLI ENTI PUBBLICI

A cura di
Gian Nereo Mazzocco

Verona, 11 febbraio 2006

La ristrutturazione del debito

- ◆ In base al D.M. 1.12.2003 n. 389 sono consentite le seguenti operazioni:
 - *Currency Swap*
 - *Swap* di tasso di interesse
 - *Forward rate agreement*
 - Opzioni *cap*
 - Opzioni *collar*
 - Combinazioni delle suddette operazioni
 - Altre operazioni derivate destinate alla ristrutturazione del debito. Eventuali pagamenti contestuali non devono superare l'1% delle passività sottostanti.

Currency swap

- ◆ Lo *swap* è un contratto mediante il quale due controparti si scambiano flussi di cassa a determinate date future, secondo uno schema negoziale predefinito.
- ◆ Nel *currency swap* lo scambio è relativo a pagamenti denominati in una determinata valuta contro pagamenti in un'altra valuta.

Interest rate swap (Irs)

- ◆ Lo scambio è relativo a flussi di interessi calcolati su un capitale nozionale in base a un determinato tasso (in genere fisso) contro interessi calcolati sulla stessa somma, ma in base a un tasso di riferimento variabile.
- ◆ Il compratore dell'Irs riceve il variabile e paga il fisso
- ◆ Il venditore dell'Irs riceve il fisso e paga il variabile

Il *forward rate agreement*

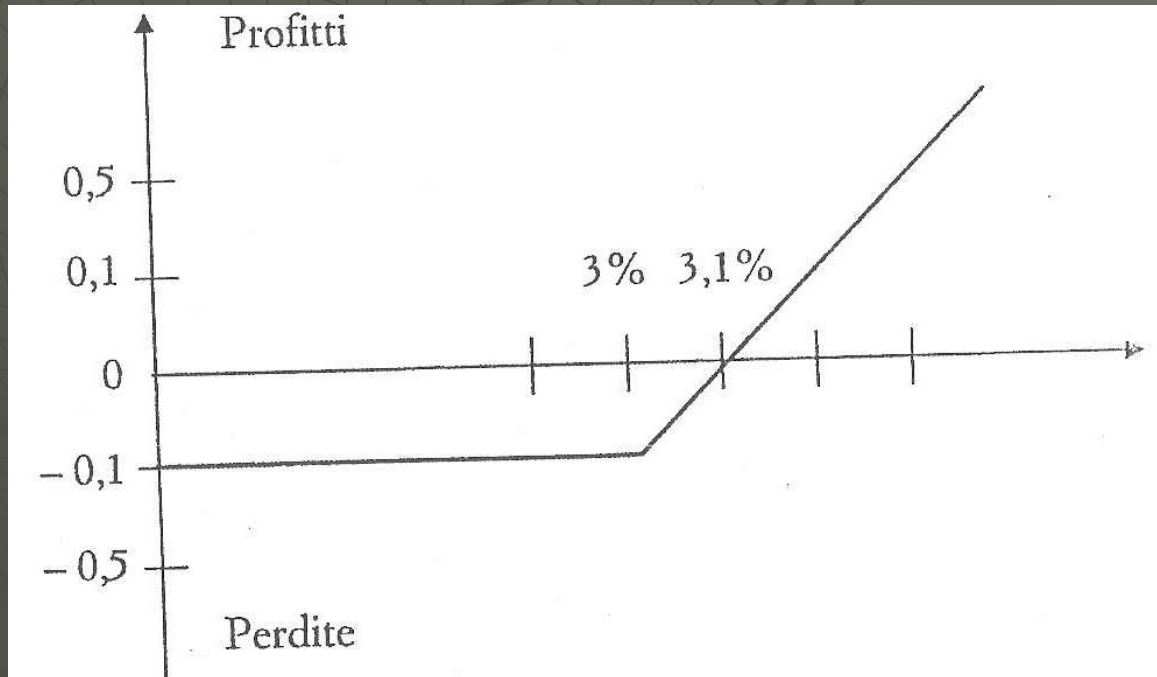
- ◆ Può essere visto come un Irs monoflusso.
- ◆ La differenza sostanziale consiste nel pagamento che è anticipato rispetto al periodo di riferimento.
- ◆ Per questo motivo il pagamento viene scontato, per il periodo di riferimento, al tasso variabile corrente nel momento della sua effettuazione.

Opzioni *cap*

- ◆ Un *cap* è un'opzione che permette all'acquirente, previo pagamento del premio rapportato percentualmente all'ammontare nominale di riferimento, di ricevere dal venditore, a date prestabilite, una somma pari alla differenza, se positiva, tra un tasso variabile di riferimento prescelto e un tasso fisso predeterminato (*strike rate*). Se alle date concordate la differenza è nulla o negativa, nulla risulta dovuto all'acquirente.

Opzioni *cap*

Esempio di opzione *cap*

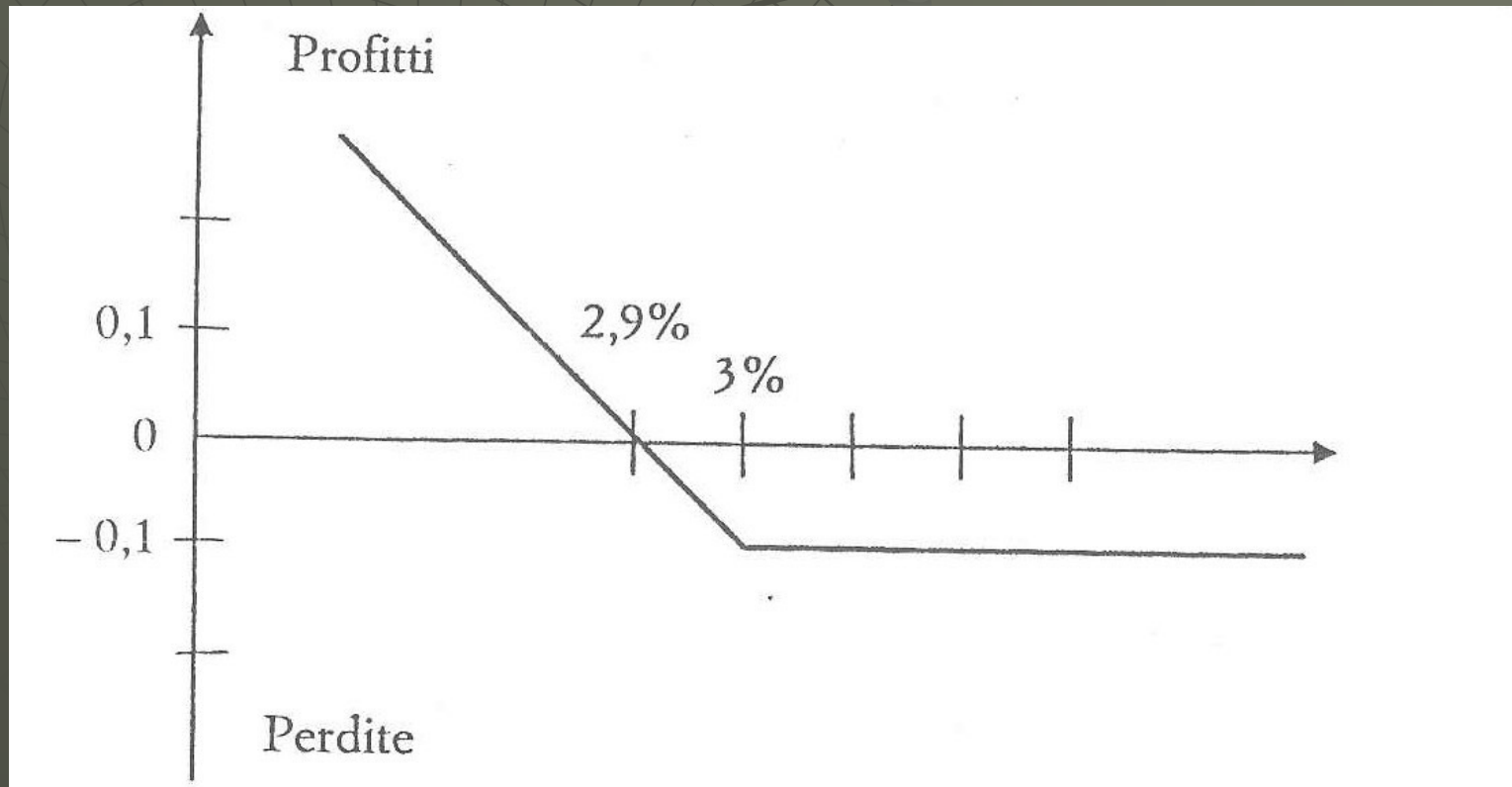


Opzioni collar

- ❖ Un *collar*, si sostanzia nella combinazione di un *cap* e di un *floor*; comperare un *collar* equivale a comperare un *cap* e vendere un *floor*. Il tasso *strike* del *cap* è superiore a quello del *floor*.
- ❖ Il premio del *collar* è sempre inferiore a quello del *cap* corrispondente a causa della contestuale vendita del *floor*.
- ❖ Un *floor*, invece, è un'opzione consistente in un accordo sulla base del quale, previo pagamento di un premio rapportato percentualmente all'ammontare nominale di riferimento, l'acquirente ha diritto di ricevere dal venditore del *floor*, per l'intera durata del contratto e alle scadenze prestabilite, la differenza se positiva, tra il valore del tasso fisso predeterminato e il valore del tasso variabile prescelto.
- ❖ In termini formali:
 - $+Collar = +Cap - Floor$
 - $-Collar = -Cap + Floor$

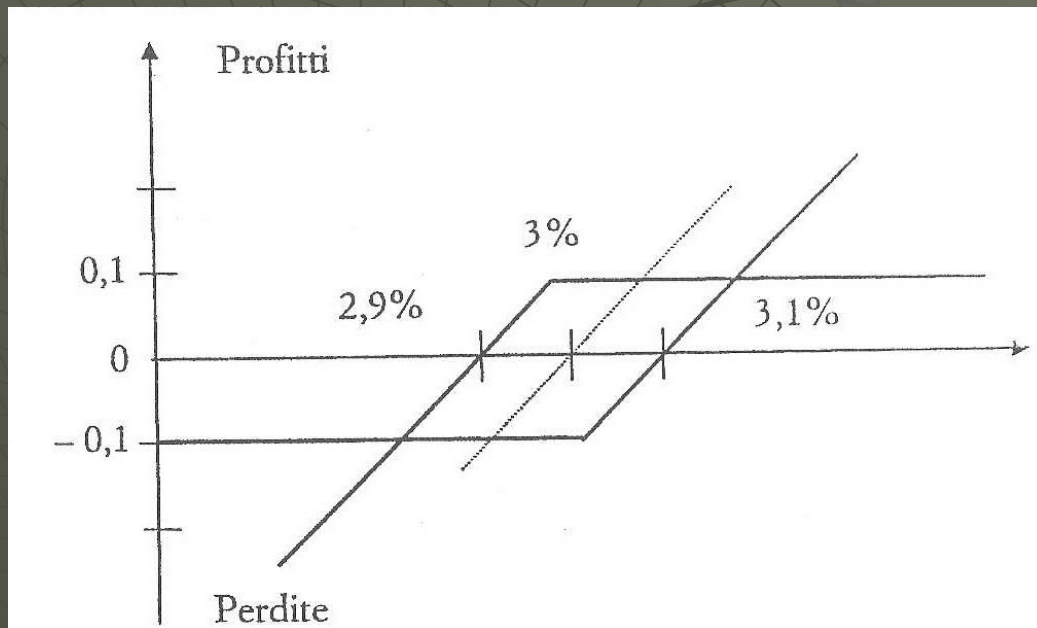
Opzione *floor*

- ◆ Esempio di opzione *floor*



Opzioni collar

- ◆ Esempio di opzione *collar* con *strike rate* e premio uguale



- In questo caso l'operazione equivale all'acquisto di un Irs

IRS "Plain Vanilla"

ESEMPI

Il Comune XXX ha un indebitamento pari a:

- Debito residuo : euro 50.000.000
- Scadenza 15 anni ammortamento alla "francese"
- Tasso fisso : 6,00 %
- Condizioni di mercato: tasso IRS 15 anni "amortizing" 4,10 %, tasso Euribor 6m: 2,75 %
- IRS "plain vanilla" con la Banca dove il Comune riceve "pari passu" col piano di ammortamento l'interesse del 6,00% e paga alla Banca il tasso variabile Euribor 6m + 1,90 %
- In ipotesi di costanza del parametro Euribor è evidente il risparmio che il Comune riesce ad ottenere $6,00 - 4,65$ ($2,75 + 1,90$) = 1,35 %.

STRUTTURA DEI FLUSSI

Paga tasso fisso

ENTE LOCALE

Paga tasso fisso

ENTE EROGANTE

BANCA

Paga tasso
variabile Euribor 6m+ spread
(Spread = Tasso fisso – Tasso swap di mercato)

ESEMPI

IRS

“Plain vanilla”

con Cap &

upfront

Il Comune XXX ha un indebitamento pari a:

- Debito residuo : euro 50.000.000
- Scadenza 15 anni ammortamento alla “francese”
- Tasso fisso : 6,00 %
- Condizioni di mercato: tasso IRS 15 anni “amortizing” 4,10%, tasso Euribor 6m: 2,76 %
- IRS con la Banca dove il Comune riceve un pagamento *upfront* pari a €uro 2.500.000 dalla Banca e riceve “pari passu” con il piano di ammortamento l’interesse del 6,00%. Al contempo blocca il tasso Euribor 6m al livello massimo del 6,25 % (+spread) tramite l’acquisto di un’assicurazione CAP il cui costo è spalmato sullo spread.
- Il Comune paga alla Banca il tasso variabile Euribor 6m+2,75%, assicurandosi che, in caso di forte risalita dei tassi, l’Euribor 6m pagato non sarà mai superiore a 6.25% (livello del Cap) + 2,75 % (9.00%).

ESEMPI

IRS

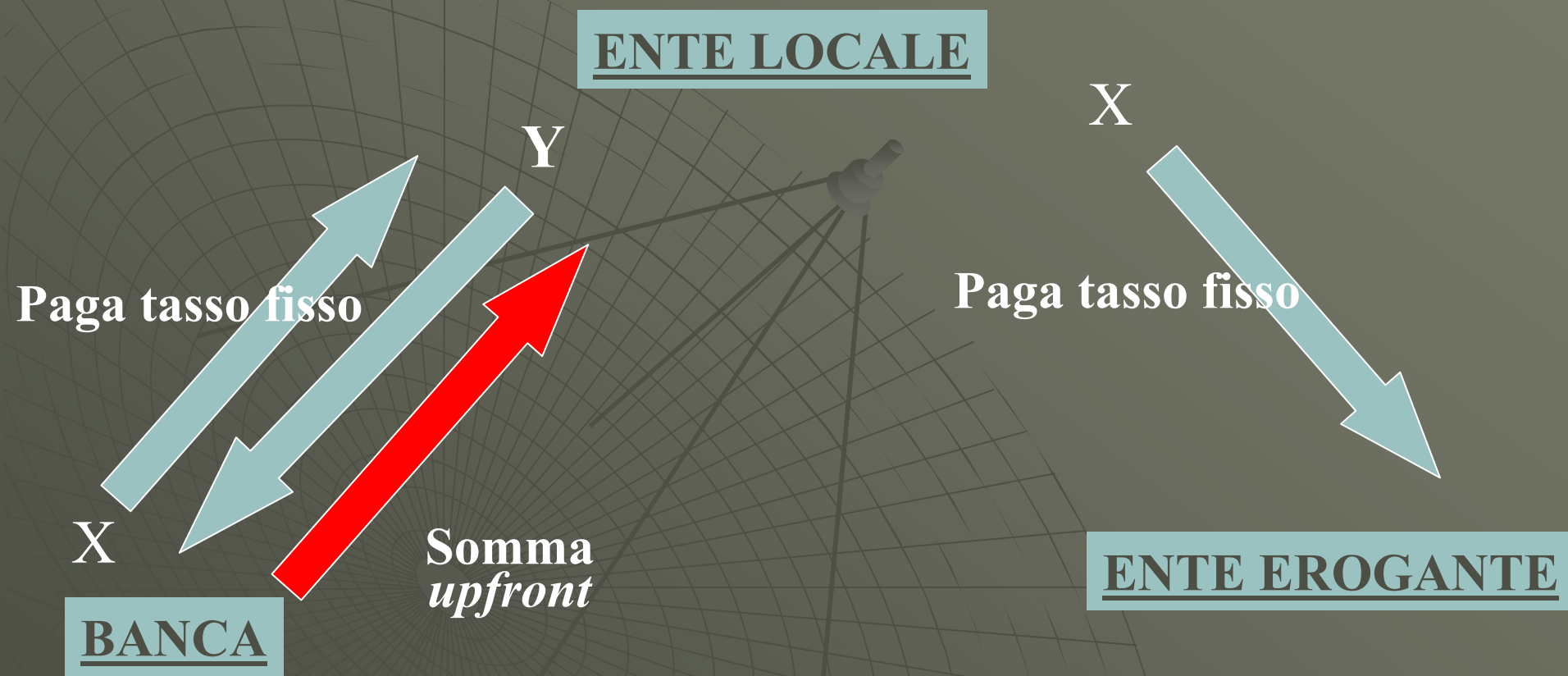
Convertible

con upfront

Il Comune XXX ha un indebitamento pari a:

- Debito residuo : euro 50.000.000
- Scadenza 15 anni ammortamento alla “francese”
- Tasso fisso : 6,00 %
- Condizioni di mercato: tasso IRS 15 anni “amortizing” 3,90%, tasso Euribor 6m: 2,76 %
- IRS “plain vanilla” con la Banca dove il Comune riceve un pagamento *upfront* pari a euro 2.500.000 dalla Banca
- Il Comune riceve “pari passu” con il piano di ammortamento l’interesse del 6,00%
- Il Comune paga il tasso fisso del 5,25% realizzando di semestre in semestre un forte risparmio potenziale in conto interessi; qualora però l’Euribor 6 mesi fosse inizio semestre superiore a 5% (tasso barriera), il Comune pagherà per quel semestre il tasso variabile pari a Euribor 6m + 2,90%

DIAGRAMMA DEI FLUSSI IRS CONVERTIBLE CON UP-FRONT



$Y = \text{tasso fisso piu' basso di } X \text{ se } E6m < \text{Barriera, altrimenti } E6m + \text{spread}$

Le diverse strategie

Esistono - nel rispetto delle equivalenze finanziarie - infinite possibilità di rimodulazione dei flussi d'interesse relativi al debito.

Ad esempio nel caso dello *swap* “convertible” le variabili sono quattro:

- Lo “sconto” sul tasso fisso pagato dall'Ente
- L'eventuale *upfront* incassato
- Il livello delle barriere
- Lo spread sull' Euribor 6m in caso di superamento delle medesime
- Le strategie possono essere concordate dal Comune con la Banca in base alle proprie necessità e vedute di mercato.