



COMUNE di ORISTANO

COMUNI de ARISTANIS

III Settore

NOTA SUI DERIVATI

(allegato al bilancio 2012 - art. 1 comma 383 Legge 244/2007)



www.HelloCrazy.com



La presente nota è allegata al bilancio di previsione per l'anno 2012 in adempimento alla norma della finanziaria 2008 ed evidenzia gli oneri e gli impegni finanziari conseguenti per il Comune di Oristano alla sottoscrizione dello strumento finanziario *derivato*, attraverso le proiezioni attuali e future del Mark to Market, dei flussi di capitale e dei differenziali attesi sulla base delle curve previsionali di tasso.

Il primo contratto di Interest Rate Swap (IRS) è stato sottoscritto dal Comune a seguito di atto di Giunta Comunale n. 209 del 6 dicembre 2005 con il quale l'Amministrazione individuava nella Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. il proprio consulente per operazioni di ristrutturazione del debito, e pertanto a seguito di proposta della stessa banca advisor. In base a questo primo contratto l'Ente, in relazione al proprio indebitamento, riceveva un tasso fisso e pagava un variabile (Euribor sei mesi più uno *spread*), e gli scambi effettivi con la banca proponente riguardavano e riguardano solo i differenziali tra i flussi scambiati, positivi (l'Ente riceve) o negativi (l'Ente paga). Alla variabilità dei tassi erano posti poi i due limiti (*collar*) del *cap* (livello massimo di aumento dei tassi) e del *floor* (livello minimo di diminuzione dei tassi). Nel corso del 2006 la prima struttura IRS è stata estinta e sostituita con la struttura attualmente in essere su proposta dello stesso advisor. Anche sulla base di quest'ultimo contratto il Comune incassa la rata originaria dei mutui sottostanti (tasso fisso) mentre paga la propria con gli interessi a tasso variabile (Euribor sei mesi più *spread*) con i due limiti del *cap* e del *floor*. A questa struttura viene però aggiunta l'ulteriore nuova opzione (c.d. opzione *digital purple collar*) per la quale sotto il *floor* il Comune paga un tasso fisso - prefissato per tutto il periodo di durata dello swap - che limita enormemente le possibilità di guadagno dell'Ente e che pur essendo un tasso comunque inferiore al tasso ricevuto genererà comunque flussi pagatori per il Comune dal momento che - come spiegato più dettagliatamente di seguito - la rata pagata dalla banca è calcolata su un nozionale inferiore a quello del comune. L'Ulteriore opzione che *arricchisce* la struttura del contratto è lo scambio dei

flussi relativi alla linea capitale dello swap. Sulla base di questo accordo che stabilisce importi e scadenze, il Comune riceve fino al 2021 e negli ultimi anni di vigenza del contratto paga restituendo quanto sostanzialmente ricevuto a titolo di anticipazioni di cassa.

Questo brevissimo richiamo alla struttura del *derivato* mette in luce che attraverso i due contratti di swap l'Ente realizzava sulla linea interessi lo scambio del proprio tasso fisso di indebitamento con un tasso variabile¹. Nel periodo dal 2008 al 2010, anche a seguito dei primi differenziali negativi pagati dal Comune e del levarsi del dibattito pubblico sui *derivati* sottoscritti da centinaia di Enti Pubblici Italiani ha luogo, con l'affidamento di specifici incarichi a professionisti esterni all'Ente ed esperti della materia, una fase di analisi e di studio del *derivato* del Comune di Oristano. Le relazioni che sintetizzano gli studi economici svolti dal Dipartimento di Scienze Economiche dell'UNI.CA. e dal Prof. Luca Piras hanno messo in chiara evidenza le condizioni di svantaggio a carico dell'Ente sottoscrittore del prodotto *derivato* studiato da BNL per il Comune. Per parte loro le conclusioni svolte per gli aspetti legali dall'Avv.to Prof. Dionigi Scano, poggiate sugli studi economici appena citati, hanno messo in chiaro i troppi difetti del contratto vigente, e dalle une risultanze e dalle altre emergono dubbi sulla correttezza dell'advisor in fase contrattuale².

¹ Qui debbono ricercarsi le ragioni di copertura del rischio di tasso delle operazioni in generale poste in essere dai Comuni sottoscrittori di IRS, ovvero il rischio per i comuni in possesso di grandi stock di indebitamento rigidi, a tasso fisso, di trovarsi a pagare le proprie rate d'ammortamento, per periodi prolungati, sulla base di un tasso fisso medio significativamente superiore ai tassi negoziati sul mercato in quello stesso periodo.

² Tra le problematiche più significative del *derivato* in essere la deviazione dalle finalità di copertura del rischio di tasso sull'indebitamento sottostante e la correlata speculazione della banca, lo squilibrio genetico del contratto che l'up front nella forma di un tasso prefissato a vantaggio dell'Ente nelle prime due scadenze contrattuali non può compensare, la presenza di un'opzione digitale esotica *contra legem*, la presenza di

Vediamo di seguito cosa pensa il mercato del *derivato* del Comune di Oristano; il mercato inteso come un terzo indipendente che valuta la possibilità di acquistare il prodotto *derivato* subentrando nella posizione del Comune alle vigenti condizioni contrattuali.

Il Mark to Market, ovvero il mercato valuta il prodotto *derivato*.

Il Mark to Market (MtM) è comunemente utilizzato sul mercato per stimare il "costo di sostituzione" del *derivato*, e cioè il corrispettivo (positivo o negativo) al quale un terzo indipendente e informato subentrerebbe nella posizione di una delle parti del contratto *derivato*, qualora quest'ultima ritenesse di uscire nel corso della vita del medesimo.

Si tratta pertanto, sostanzialmente, di un indicatore che stima le previsioni di guadagno o perdita futura (queste ultime saranno incorporate nel costo da pagare per chi vuole uscire dall'operazione) implicite per una delle parti di quel contratto e proiettate fino alla fine della durata del medesimo.

La stima si basa sullo scenario di evoluzione futura dei tassi a breve e lungo termine atteso nel momento in cui la previsione viene effettuata (i cosiddetti tassi forward), e tiene inoltre conto del valore, calcolato secondo logiche probabilistiche, delle opzioni implicite nelle clausole contrattuali (ad es. cap/floor, swap di capitale etc.). Il MtM prevede anche l'inflazione correlata ai futuri esborsi che l'Ente si troverà a sostenere a partire dal 2022 relativi alla linea capitale dello swap. Naturalmente in caso di inflazione crescente più delle attese gli esborsi concentrati nel futuro (periodo 2022/2026) saranno resi meno importanti ovvero meno gravosi per l'Ente e si può

guadagni occulti della banca che sull'amortising swap sono stimati in 1.800.000 euro. Si aggiunga a questo la scorrettezza della banca in fase precontrattuale e la sua posizione di conflitto di interesse come soggetto advisor e al contempo soggetto parte contrattuale portatore di specifici interessi per definizione diversi da quelli dell'Ente, per citare solo i profili più macroscopici di una lista che potrebbe essere ancora declinata.

pertanto dire che il MtM rilevato in un momento futuro migliorerà in ragione inversa alle attese sull'inflazione.

Comunque, fino al momento in cui una parte non ritenga di uscire dal contratto, il MtM non rappresenta un onere certo, né tanto meno un'obbligazione.

In sostanza possiamo dire che se il MtM è attualizzazione di flussi futuri previsionali, estinguere un contratto con mark to market negativo significa convalidare, rendere attuali, le previsioni negative che quel MtM incorpora.

In sede di studio della presente nota sui *derivati* allegata al bilancio 2012 le stime sono state chiuse alla data del 3.02.2012. In questo momento il valore di mercato del MtM è negativo per il Comune per Euro 2.066.208,06. Tale cifra il Comune dovrebbe presumibilmente pagare oggi se decidesse di "vendere" il proprio *Swap* sul mercato finanziario.

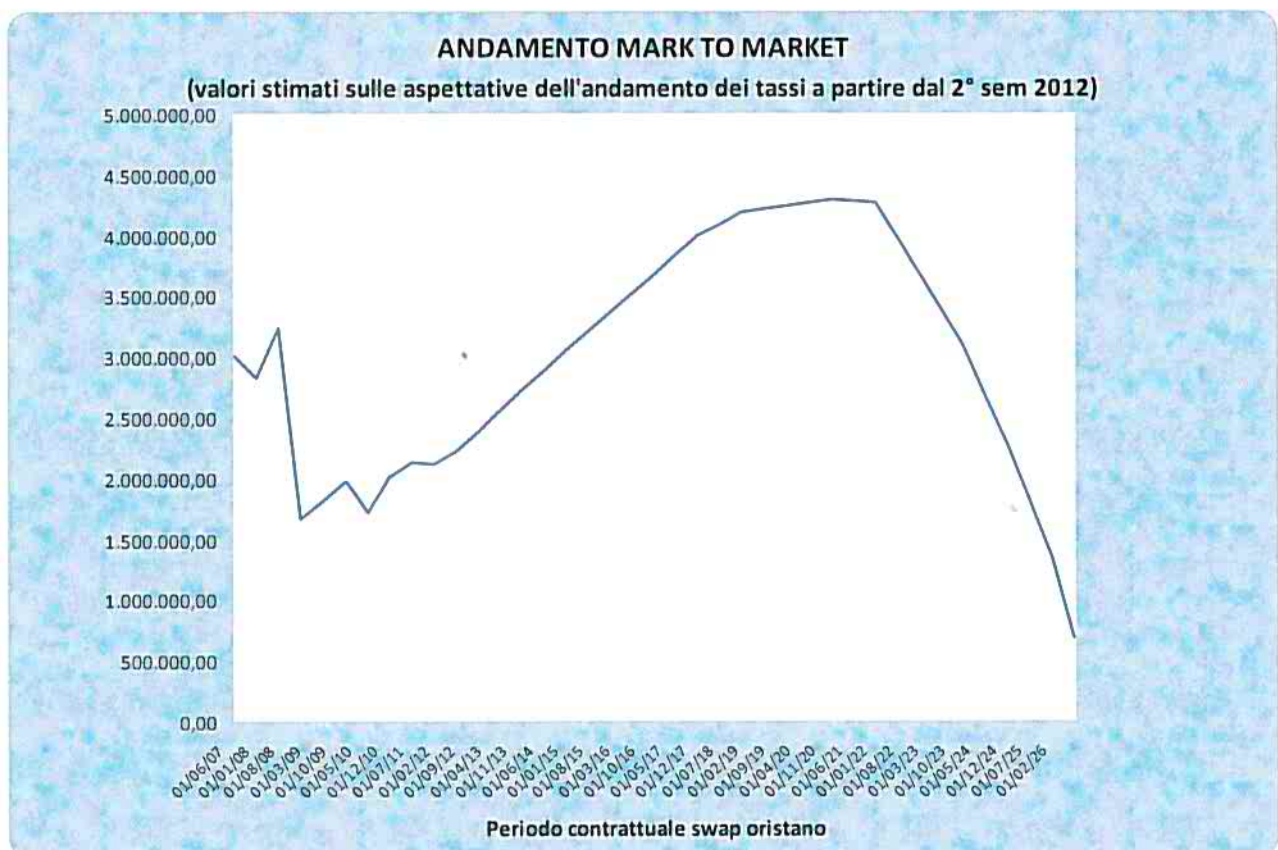
L'andamento del Mark to Market – lo storico e la previsione per l'intero periodo contrattuale.

Allo scopo di evidenziare correttamente il trend dell'indicatore in parola si consideri quanto emerge dalle rappresentazioni svolte di seguito che interessano l'intero periodo di vigenza contrattuale del *derivato* di oristano dal 2006 al 2026. Sono mostrati i valori storici a partire dalla data della conclusione del contratto fino alla data attuale e per il futuro rilevazioni simulate sulle aspettative di movimento dei tassi (curve forward).

Si osservi che L'escursione verso l'alto dal 2012 al 2022 seguita dalla rapida discesa, sconta logicamente il programma delle anticipazioni incamerate dal Comune sulla base dell'admortising swap e i successivi esborsi dal 2022 al 2026 ma è comunque significativo che il mark to market non sia mai sceso sotto la soglia del 1.700.000 euro (negativo per il Comune) a dimostrazione dello squilibrio genetico del contratto (cfr. *supra* nota 2).

Risulta tanto più chiaro a oggi cio' che è stato già evidenziato nella nota al bilancio di

MERCATO STORICO	Date di Rilevazione	Valore Mark to Market (negativo per il Comune)	MERCATO STIMATO (CURVE PREVISIONALI DI TASSO)	Date di Rilevazione	Valore Mark to Market (negativo per il Comune)
	30/06/07	2.996.954,77		30/06/12	2.217.466,16
31/12/07	2.826.228,98	31/12/12	2.371.142,40		
30/06/08	3.237.522,06	30/06/13	2.546.006,73		
31/12/08	1.667.835,84	31/12/13	2.715.401,96		
30/06/09	1.812.504,21	30/06/14	2.889.510,14		
31/12/09	1.974.319,68	31/12/14	3.048.425,08		
30/06/10	1.717.384,44	30/06/15	3.207.423,22		
31/12/10	2.004.696,58	31/12/15	3.359.448,68		
30/06/11	2.132.222,49	30/06/16	3.520.130,45		
31/12/11	2.108.377,88	31/12/16	3.678.953,77		
		30/06/17	3.840.731,77		
		31/12/17	3.995.293,23		
		30/06/18	4.090.352,27		
		31/12/18	4.183.250,60		
		30/06/19	4.216.284,57		
		31/12/19	4.243.082,15		
		30/06/20	4.270.702,45		
		31/12/20	4.297.594,44		
		30/06/21	4.284.385,67		
		31/12/21	4.269.180,78		



previsione e nella nota al rendiconto del 2010 sugli scenari di tasso e sulle previsioni sugli scambi futuri sfavorevoli per il Comune.

Il valore degli scambi realizzati fino a questo momento e gli scambi valutati per l'intero periodo contrattuale.

Nella tabella sotto riportata si evidenziano i valori relativi agli scambi dei flussi di interessi per l'intero periodo contrattuale (colonna netting interessi - le cifre negative contrassegnano un esborso per il Comune -). Gli scambi futuri a partire da quello di dicembre 2012 sono valutati sulla base della curva forward (rilevazioni gennaio 2012).

	Tasso di interesse ricevuto (sempre conosciuto perchè fissato dal contratto per l'intero periodo contrattuale)	interessi Rata complessiva ricevuta	Tasso di interesse pagato	Tipo tasso pagato	interessi Rata complessiva pagata	Data scambio	netting interessi
Scambi avvenuti dall'inizio del contratto fino ad oggi	3,1056%	226.584,22	2,60%	Conosciuto	191.827,12	29/12/2006	70.338,74
	5,9951%	867.775,49	5,50%	Conosciuto	807.663,90	29/06/2007	60.108,70
	4,6763%	668.255,64	5,28%	Conosciuto	775.282,72	31/12/2007	-55.299,66
	4,6721%	651.384,08	5,748%	Conosciuto	816.272,52	30/06/2008	-164.891,23
	4,6688%	638.544,11	6,101%	Conosciuto	860.564,87	31/12/2008	-222.018,02
	4,6653%	625.421,63	4,017%	Conosciuto	547.232,12	30/06/2009	78.184,14
	4,662%	609.925,72	4,40%	Conosciuto	597.838,93	31/12/2009	12.082,15
	4,6583%	594.039,19	4,40%	Conosciuto	576.557,45	30/06/2010	17.486,84
	4,6543%	577.770,36	4,40%	Conosciuto	574.165,63	31/12/2010	3.608,46
	4,6499%	561.102,05	4,40%	Conosciuto	552.822,40	30/06/2011	8.278,46
	4,6457%	544.466,11	4,40%	Conosciuto	546.583,29	30/12/2011	-2.120,70
	4,641%	524.486,28	4,40%	Conosciuto	531.074,33	29/06/2012	-6.588,05
Scambi stimati (curve previsionali)	4,6357%	512.771,83	4,40%	Valutato	526.847,56	31/12/2012	-14.075,73
	4,6299%	486.575,15	4,35%	Valutato	491.297,61	28/06/2013	-4.722,46
	4,6234%	478.966,74	4,35%	Valutato	497.081,80	31/12/2013	-18.115,06
	4,616%	454.901,90	4,35%	Valutato	470.378,47	30/06/2014	-15.476,57
	4,6077%	435.640,03	4,35%	Valutato	464.334,62	31/12/2014	-28.694,59
	4,5982%	415.893,06	4,35%	Valutato	442.861,96	30/06/2015	-26.968,90
	4,5863%	395.905,80	4,35%	Valutato	435.772,84	31/12/2015	-39.867,04
	4,5727%	375.419,92	4,30%	Valutato	411.669,07	30/06/2016	-36.249,15
	4,5571%	354.441,01	4,30%	Valutato	399.127,33	30/12/2016	-44.686,32
	4,5391%	332.944,60	4,30%	Valutato	381.902,86	30/06/2017	-48.958,26
	4,5188%	309.362,31	4,30%	Valutato	366.531,33	29/12/2017	-57.169,02
	4,4948%	288.690,38	3,8966%	Valutato	317.908,47	29/06/2018	-29.218,09
	4,4774%	269.367,60	3,9912%	Valutato	315.845,03	31/12/2018	-46.477,43
	4,4565%	243.824,07	4,05%	Valutato	294.892,76	28/06/2019	-51.068,69
	4,4382%	229.136,36	4,0858%	Valutato	292.843,37	31/12/2019	-63.707,01
	4,4158%	206.197,00	4,1229%	Valutato	272.700,07	30/06/2020	-66.503,07
	4,3881%	185.516,96	4,172%	Valutato	261.782,39	31/12/2020	-76.265,43
4,3527%	164.340,08	4,2329%	Valutato	243.714,79	30/06/2021	-79.374,71	
4,3159%	143.948,38	4,285%	Valutato	232.331,57	31/12/2021	-88.383,19	

4,2663%	123.075,19	4,3268%	Valutato	212.006,54	30/06/2022	-88.931,35
4,2685%	109.533,06	4,3632%	Valutato	196.612,49	30/12/2022	-87.079,43
4,2712%	95.698,92	4,3978%	Valutato	177.066,16	30/06/2023	-81.367,24
4,275%	81.119,42	4,4171%	Valutato	157.293,92	29/12/2023	-76.174,50
4,2802%	66.767,71	4,4135%	Valutato	136.178,44	28/06/2024	-69.410,73
4,2937%	55.523,21	4,3892%	Valutato	116.600,82	31/12/2024	-61.077,61
4,3155%	42.425,44	4,3502%	Valutato	90.952,91	30/06/2025	-48.527,47
4,3555%	30.247,57	4,3003%	Valutato	69.308,72	31/12/2025	-39.061,15
4,4559%	17.812,64	4,2402%	Valutato	45.310,46	30/06/2026	-27.497,82
4,456%	9.004,65	4,1743%	Valutato	22.921,35	31/12/2026	-13.916,70
TOTALI	14.004.805,87			15.721.960,99		1.629.854,89

Gli scambi del nostro triennio di programmazione 2012/2014 sulla base delle previsioni sul movimento dei tassi

Nella tabella gli scambi del nostro triennio di programmazione sono evidenziati in giallo.

Tutte le quote indicate rappresentano un esborso per il comune, per un totale stimato nel triennio di euro 87.672,46 (l'unica cifra certa è quella scambiata nel I sem dell'anno in corso, dal momento che la rilevazione del tasso parametro è avvenuta il 31.12.2011).

Anche per tutto il triennio considerato il tasso parametro (euribor 6mesi) è stimato inferiore alla soglia floor del 2.85% e pertanto si applica il tasso purple che per il 2012 è del 4,40% (e 4,35 per il 2013 e 2014). Ai tassi citati il Comune in teoria dovrebbe comunque guadagnare in quanto inferiori al tasso fisso medio del proprio indebitamento (che è il tasso pagato dalla banca).

Per tutto quanto il periodo considerato nei dati riportati nella tabella sopra per il nostro triennio il Comune paga sulla base di un tasso di interesse inferiore rispetto a quello che riceve.

E tuttavia si osservi che in tutte le scadenze il Comune il quale paga il tasso purple inferiore al tasso fisso pagato dalla banca, deve tuttavia versare un differenziale più alto di quello della banca. Questo effetto si genera perché il Comune paga su un nozionale più alto di quello della banca e la differenza nel nozionale è in questo caso sufficiente a far sì che il Comune paghi più interessi nonostante che la rata dovuta dalla Banca sia calcolata sulla base di un tasso fisso superiore.

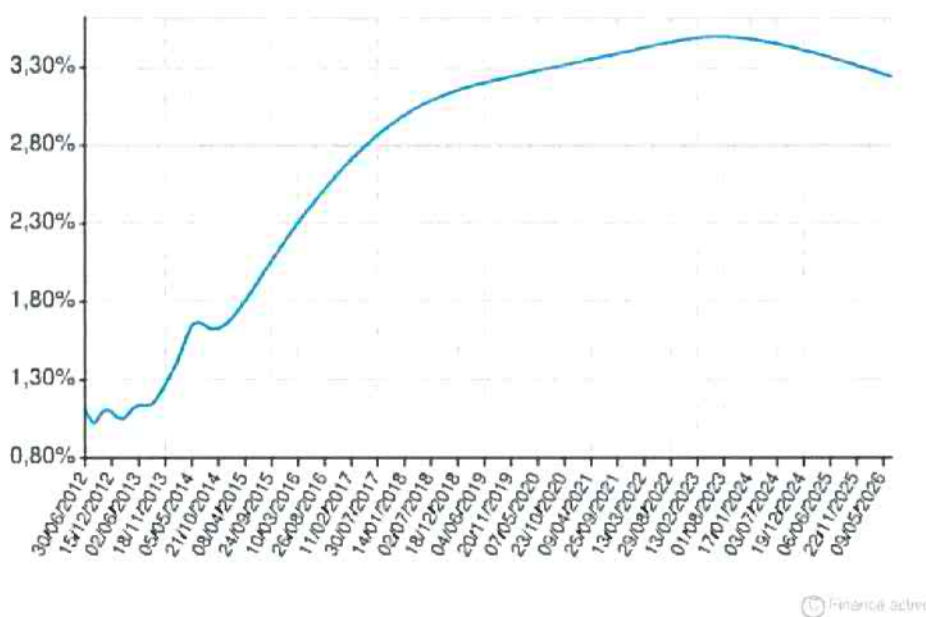
Si evidenzia dalle tabelle sopra e dal grafico sotto esteso che la curva previsionale dei tassi prevede un aumento costante. Le stime del mercato rilevate per le precedenti note al bilancio e al consuntivo prevedevano tuttavia un incremento più rapido dei tassi (e in particolare del nostro indice, EUR6M) con l'aspettativa che alla fine del fine del 2013 o al massimo all'inizio del 2014 si

sfondasse il tetto del 2,85%, ovvero si uscisse dal tasso prefissato *purple*.

La conseguenza di ciò per il Comune è la possibilità, almeno per un periodo, di scambiare interessi in un intervallo di tassi (sopra il 2,85 e fino a un tasso che oscilla tra il 3,40 c.ca e il 3,60 c.ca del tasso parametro di riferimento³) nel quale vi sono più consistenti differenziali positivi.

Euribor 6M

Data : 21/02/2012



La previsione ad oggi prevede però un movimento più lento di risalita dei tassi. La situazione anzidetta si verifica a partire dal 2017 e fino ad allora ci troviamo sotto il floor con applicazione del tasso *purple*. La situazione pertanto non è cambiata rispetto all'analisi di qualche mese fa. Nel breve periodo i guadagni per l'Ente sono inesistenti e sulla base delle curve previsionali il Comune sosterrà degli esborsi sia pure contenuti.

D'altra parte una rapida risalita del tasso futuro potrebbe comunque generare una situazione nella quale compiuto velocemente il transito all'interno dell'intervallo di tassi nel quale l'ente riceve differenziali positivi in misura consistente, la prospettiva diventa quella di sopportare perdite pesanti una volta fuori da quel *corridoio*. Un incremento

³ La delimitazione del range entro il quale, al di sopra del floor, il comune riceve è costantemente legata alla misura del tasso fisso prefissato per la banca, in ciascuna scadenza contrattuale.

più graduale del tasso di riferimento Eur6M e pertanto un andamento più simile a quello della curva forward condivisa dagli operatori del mercato potrebbe garantire invece un transito lento nell'area in cui il comune si trova a ricevere.

Gli scambi svolti fino a questo momento e la prospettiva del lungo periodo.

Nella tabella sopra il periodo corrispondente alle righe contrassegnate in blu rappresenta lo storico degli scambi già avvenuti. Se a quanto ricevuto dal Comune a titolo di interessi sulla base del contratto vigente, si sommano gli importi ricevuti in forza degli accordi che hanno regolato il primo contratto derivato sottoscritto nel 2005, e del quale il prodotto attuale costituisce una rimodulazione, si ottiene una somma ancora di gran lunga favorevole per il Comune.

Il saldo positivo attuale contrasta fortemente con la cifra che costituisce l'esborso totale stimato per l'Ente a fine contratto (anno 2026). L'importo di € 1.629.854,89 corrisponde infatti al saldo finale degli scambi relativi alle quote interessi e indica il totale stimato pagato dal Comune alla fine del periodo contrattuale come risultato dell'applicazione delle condizioni contrattuali vigenti alle previsioni sui tassi di interesse. Questa cifra diminuita ancora di quanto ricevuto sulla base del contratto IRS 2005 genera comunque per il Comune un esborso sulle quote interessi, stimato ad oggi, per euro 1.313.391,96.

Se al disavanzo stimato per interessi andiamo poi a sommare l'esborso generato per effetto dell'advertising swap la perdita totale stimata per il Comune a fine periodo contrattuale supera i due milioni di euro.

** ** *** ** **

Con la banca advisor è iniziata a partire dalla seconda metà del 2010 una fase di trattativa con l'intento del Comune di eliminare le opzioni esotiche e le clausole e condizioni più inique nascoste nella struttura del derivato, non discernibili all'atto della negoziazione e messe in luce dagli studi citati all'inizio della presente nota.

Lo scopo è evidentemente quello di ricondurre il contratto a una condizione di equità. Va anche detto che il dibattito civile e mediatico degli ultimi anni si è spostato nelle aule dei tribunali e ha prodotto numerose pronunce dei giudici favorevoli agli Enti le

quali poggiano sostanzialmente sulle stesse problematiche che interessano anche il derivato di Oristano.

Alla luce di questo e delle ragioni giuridiche che l'Ente può mettere in campo si sta valutando di intraprendere la strada del procedimento giudiziario per chiudere definitivamente il contratto di swap, o per una diversa negoziazione della vertenza e revisione del contratto nel corso della causa. A quest'ultimo proposito infatti l'instaurarsi di un procedimento giudiziale – per esercizio dell'autotutela decisoria e successivo ricorso della banca o a seguito di citazione proposta dall'Ente –, potrebbe configurare il terreno più idoneo per un confronto con la banca advisor anche per trattare la soluzione transattiva.

