



COMUNE di ORISTANO

COMUNI de ARISTANIS

Settore Programmazione e Gestione delle Risorse

NOTA SUI DERIVATI

(allegato al rendiconto di gestione 2014 - art. 1 comma 383 Legge 244/2007)



La presente nota è allegata al rendiconto di gestione dell'anno 2014 ed evidenzia entrate oneri e impegni finanziari conseguenti per il Comune di Oristano allo strumento finanziario derivato in essere attraverso la rappresentazione degli scambi già avvenuti in passato e il commento delle proiezioni attuali e future dei flussi di capitale e dei differenziali attesi sulla base delle curve previsionali di tasso.

Con il primo contratto di Interest Rate Swap (IRS) sottoscritto dal Comune a seguito di atto di

Giunta Comunale n. 209 del 6 dicembre 2005 l'Amministrazione individuava nella Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. il proprio consulente per operazioni di ristrutturazione del debito, e a seguito di proposta della stessa banca advisor sovrapponeva la struttura IRS al complesso del proprio indebitamento a tasso fisso.

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

1 Se si assume che in una situazione di indebitamento a tasso fisso l'Ente locale non ha un rischio di tasso, quale logica può giustificare un contratto del genere sul piano della causa? Immaginando di voler risalire alla

negativi pagati dal Comune e del levarsi del dibattito pubblico sui derivati sottoscritti da centinaia di Enti Pubblici Italiani, ha avuto 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 finanziario 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 (BNL) in fase contrattuale².

Conferma ulteriore di quanto detto è arrivata nel dicembre 2012 con la perizia della società Martin Gale Risk Spa finalizzata alla causa giudiziale. La perizia sancisce le illegittimità e gli squilibri del prodotto venduto al Comune da BNL.

Il presente. La decisione di tutelare gli interessi del Comune per via giudiziaria.

logica in base alla quale l'advisor (Bnl per Oristano) ha agito, o meglio, in base alla quale l'advisor potrebbe giustificare il modo in cui adempie il suo mandato nell'interesse del cliente, quali sono le ragioni di copertura del rischio di tasso di questi swap posti in essere dai Comuni sottoscrittori di IRS? Forse si potrebbe argomentare disquisendo del 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. Naturalmente si tratta di una logica assolutamente fallace trattandosi di Pubbliche Amministrazioni e per tutte le argomentazioni contenute più avanti nel testo della presente nota.

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 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.

Negli ultimi anni il dibattito civile e mediatico sui contratti derivati 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.

D'altra parte nel nostro caso i numerosi tentativi fatti a partire dalla seconda metà del 2010 per una trattativa stragiudiziale con la banca advisor finalizzata a chiudere il contratto non sono andati a buon fine. Lo scopo era evidentemente quello di ricondurre il contratto a una condizione di equità ed eliminare le opzioni esotiche e le clausole e condizioni più inique nascoste nella struttura del derivato e non discernibili all'atto della negoziazione.

Alla luce di questo e delle ragioni giuridiche che l'Ente può mettere in campo si è deciso 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. Esiste anche concretamente la possibilità per l'Ente di sollecitare l'instaurazione di un procedimento penale nel quale costituirsi parte civile.

Il Comune si è rivolto pertanto ad un legale esperto della materia dei derivati, l'Avv.to Sisto Manzi del Foro di Latina che a seguito del lavoro di studio svolto ha citato in giudizio davanti al Tribunale Civile di Roma, per conto del Comune, la Banca proponente, chiedendo in via principale la declaratoria di nullità di entrambi i contratti sottoscritti dall'Ente con la Banca convenuta. Il Giudice ha nominato un consulente tecnico d'ufficio e attualmente è in corso di stesura la perizia tecnica che ha visto nella prima fase la collaborazione dei consulenti di parte.

Va detto a questo proposito che in primo grado diversi tribunali si stanno allineando con le tesi accennate in questa nota relative alla nullità dei contratti. Le sentenze favorevoli per gli Enti motivano sempre con una o più delle ragioni e motivi da noi argomentati in atto di citazione³.

L'indicatore Mark to Market.

Il MtM è la valutazione che il mercato, inteso come un terzo indipendente, fa della possibilità di

³ Due corti d'appello, milano (che ha aperto la strada) e da ultimo bologna a favore del comune di cattolica (sole 24ore che mi avete passato voi). Non vi sono ancora pronunce della Cassazione sul tema della nullità.

acquistare il prodotto derivato subentrando nella posizione del Comune alle vigenti condizioni contrattuali.

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 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 il pagamento del mark to market negativo significa convalidare, rendere attuali, le previsioni negative che quel MtM incorpora.

L'ultima stima di MtM risale al 30.10.2013 e a quella data il MtM è stato stimato negativo per il Comune per Euro 2.537.960,90. Attualmente il MtM può essere stimato in una cifra che si aggira intorno ai tre milioni di euro. Tale cifra il Comune dovrebbe presumibilmente pagare oggi se decidesse di "vendere" il proprio Swap sul mercato finanziario.

Il valore negativo aumenta progressivamente dal momento che grava progressivamente sul MtM l'ammontare delle anticipazioni di capitale che il Comune ancora riceve (fino al 2021) e che dovrà restituire a partire dal 2022.

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

Allo scopo di evidenziare 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 (analisi e proiezioni del 2013).

MERCATO STORICO

Date di Rilevazione	Valore Mark to Market (negativo per il Comune)
30/06/07	2.996.954,77
31/12/07	2.826.228,98
30/06/08	3.237.522,06
31/12/08	1.667.835,84
30/06/09	1.812.504,21
31/12/09	1.974.319,68
30/06/10	1.717.384,44
31/12/10	2.004.696,58
30/06/11	2.132.222,49
31/12/11	2.108.377,88
30/06/12	2.219.245,87
31/12/12	2.371.142,40
31/12/13	2 667 714.09

MERCATO STIMATO (CURVE PREVISIONALI DI TASSO)

Date di Rilevazione	Valore Mark to Market (negativo per il Comune)
30/06/14	2 836 792.67
31/12/14	3 003 083.20
30/06/15	3 162 212.00
31/12/15	3 311 869.68
30/06/16	3 471 936.80
31/12/16	3 632 180.08
30/06/17	3 790 306.63
31/12/17	3 949 508.41
30/06/18	4 049 279.99
31/12/18	4 147 227.76
30/06/19	4 185 206.87
31/12/19	4 217 528.21
30/06/20	4 249 639.71
31/12/20	4 280 009.51
30/06/21	4 270 533.06
31/12/21	4 259 122.80
30/06/22	3 971 745.56
31/12/22	3 679 423.19
30/06/23	3 384 378.60
31/12/23	3 086 901.90
30/06/24	2 672 204.87
31/12/24	2 251 254.30
30/06/25	1 800 987.23
31/12/25	1 344 406.89
30/06/26	676 644.52

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).

Come detto sopra l'escursione verso l'alto dal 2012 al 2020 seguita dalla rapida discesa a partire dal 2023, 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 sia nella rappresentazione storica che in quella dei valori attesi ad oggi sulla base dei tassi forward, il mark to market non è mai sceso sotto la soglia di 1.600.000 euro (negativo per il Comune) a dimostrazione ulteriore dello squilibrio genetico del contratto (cfr. supra nota 2).

Il valore degli scambi realizzati fino a questo momento...

Nella tabella sotto estesa si evidenziano i valori relativi agli scambi di capitale e dei flussi di interessi per l'intero periodo contrattuale fino ad oggi.

ANNUALITA'	Interessi (compresi premi di liquidità e upfront)	capitale (bnl paga dal 2006 al 2021 - il Comune di Oristano restituisce dal 2022 al 2026)
2005	255.804,52	
2006 I sem	60.658,41	
2006 II sem	70.338,74	97.361,71
2007 I sem	60.108,70	53.085,81
2007 II sem	-55.299,66	55.413,75
2008 I sem	-164.891,23	37.809,70
2008 II sem	-222.018,02	39.974,91
2009 I sem	78.184,14	134.261,35
2009 II sem	12.082,15	139.910,79
2010 I sem	17.486,84	145.883,46
2010 II sem	3.608,46	151.819,24
2011 I sem	8.279,65	142.312,26
2011 II sem	-2.120,70	148.071,98
2012 I sem	-3.660,22	153.968,71
2012 II sem	-16.903,23	159.729,72
2013 I sem	744,00	165.937,40
2013 II sem	-23.383,56	171.784,60
2014 I sem	-15.478,54	178.072,56

2014 II sem	-28.698,37	184.192,47
totale ricevuto fino al 31/12/2014	567.295,61	2.159.590,42
totale pagato fino al 31/12/2014	-532.453,53	0,00
totali al 31/12/2014	34.842,08	2.159.590,42

Se si osserva lo storico degli scambi già avvenuti e di quanto ricevuto dal Comune a titolo di differenziali interessi positivi sulla base del contratto vigente (swap settembre 2006) 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 favorevole per il Comune per euro **34.842,08** (totale al 31/12/2014).

Cosa ci attende sulla base delle previsioni sul movimento dei tassi

Le stime del mercato rilevate per le precedenti note al bilancio e al consuntivo prevedevano un incremento dei tassi (e in particolare del nostro indice, EUR6M) più rapido rispetto a quanto si è concretamente verificato. L'aspettativa del passato recente era che alla fine del 2013 o al massimo all'inizio del 2014 si sfondasse il tetto del 2,85%, ovvero si uscisse da quello che è il nostro tasso contrattualmente fissato per valori del tasso parametro inferiori a 2,85% (c.d. tasso purple). Le curve previsionali dei tassi prevedono un aumento costante assai lento che per il Comune in relazione al derivato significa una permanenza all'interno del tasso purple per diversi altri anni. La permanenza al di sotto della soglia floor (e pertanto calcolo della rata sulla base del tasso prefissato contrattualmente purple) è stimata oggi fino al 2020. 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). E tuttavia si osservi che nonostante nel periodo considerato il Comune paga sulla base di un tasso di interesse inferiore rispetto a quello che riceve - tasso purple inferiore al tasso fisso pagato dalla banca -, in tutte le scadenze si trova comunque a 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 l'Ente paghi più interessi nonostante che la rata dovuta dalla Banca sia calcolata sulla base di un tasso fisso superiore.

La previsione ad oggi sconta pertanto un movimento più lento di risalita dei tassi e la situazione pertanto non è cambiata rispetto all'analisi di qualche mese fa. Non vi sono guadagni per l'Ente

nel breve né nel lungo periodo bensì perdite consistenti. La possibilità per il Comune di ricevere differenziali di interessi positivi si trova nel corridoio costituito da un intervallo di tassi molto stretto sopra il 2,85.

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

Come già evidenziato nelle relazioni del 2014, nonostante il saldo positivo attuale, la cifra che costituisce l'esborso totale stimato per l'Ente a fine contratto (anno 2026), determinata sulla base delle analisi del passato recente, è di un importo che supera € **1.300.000**, e corrisponde 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.

Se al disavanzo stimato per interessi andiamo poi a sommare l'esborso generato per effetto dell'amortising swap la perdita totale stimata per il Comune a fine periodo contrattuale supera i due milioni di euro. TALE PERDITA TOTALE STIMATA E' "DA SEMPRE" INGLOBATA NEL MARK TO MARKET

** ** *** ** **