



COMUNE di ORISTANO

COMUNI de ARISTANIS

III Settore

NOTA SUI DERIVATI

(allegato al rendiconto di gestione 2012 - art. 1 comma 383 Legge 244/2007)



www.HelloCrazy.com



La presente nota è allegata al rendiconto di gestione dell'anno 2012 evidenziando entrate oneri e impegni finanziari conseguenti per il Comune di Oristano allo strumento finanziario *derivato* in essere, 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 (stime e proiezioni aggiornate al 30 marzo 2013).

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 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

Conferma ulteriore di quanto detto è arrivata nel 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 Mark to Market, ovvero il mercato valuta il prodotto *derivato*.

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 (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

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.

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.

Alla data del 31.12.2012 il MtM era negativo per il Comune per Euro **2.385.134,64**. Alla data del 29.03.2013 il valore negativo è di **2.348.533,55**. 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.

MERCATO STORICO

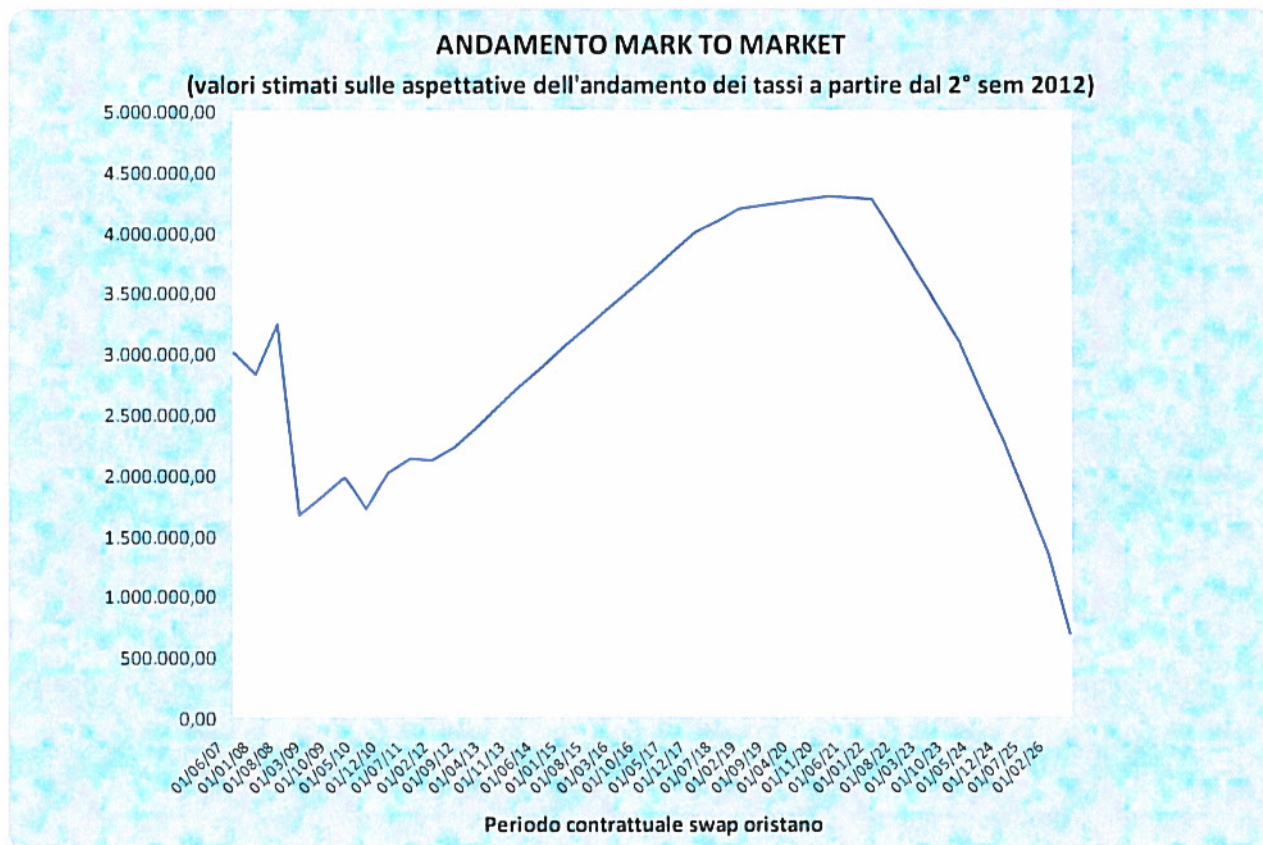
Date di Rilevazione	Valore Mark to Market (negativo per il Comune)
30/06/07	2.996.954,77
31/12/07	2.826.228,98
30/06/08	3.237.522,06
31/12/08	1.667.835,84
30/06/09	1.812.504,21
31/12/09	1.974.319,68
30/06/10	1.717.384,44
31/12/10	2.004.696,58
30/06/11	2.132.222,49
31/12/11	2.108.377,88
30/06/12	2.219.245,87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

MERCATO STIMATO (CURVE PREVISIONALI DI TASSO)

Date di Rilevazione	Valore Mark to Market (negativo per il Comune)
30/06/13	2 510 533.40
31/12/13	2 667 714.09
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).

Si osservi che 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 tabelle sotto riportate si evidenziano i valori relativi agli scambi di capitale e dei flussi di interessi per l'intero periodo contrattuale. Nella prima sono riportati gli scambi avvenuti dall'inizio del contratto fino ad oggi e nella seconda gli scambi futuri a partire da dicembre 2013 valutati sulla base della curva forward (rilevazioni marzo 2013)³.

Interessi (compresi premi di liquidità upfront e sconti interessi)		capitale	
2005	I semestre	255.804,52	
	II semestre		
2006	I semestre	60.658,41	
	II semestre	70.338,74	97.361,71
2007	I semestre	60.108,70	53.085,81
	II semestre	-55.299,66	55.413,75
2008	I semestre	-164.891,23	37.809,70
	II semestre	-222.018,02	39.974,91
2009	I semestre	78.184,14	134.261,35

³ Nella colonna netting interessi le cifre negative contrassegnano un esborso per il Comune.

	II semestre	12.082,15	139.910,79
2010	I semestre	17.486,84	145.883,46
	II semestre	3.608,46	151.819,24
2011	I semestre	8.279,65	142.312,26
	II semestre	-2.120,70	148.071,98
2012	I semestre	-3.660,22	153.968,71
	II semestre	-16.903,23	159.729,72
2013	I semestre	-4.722,46	165.937,40
totale ricevuto fino al 30/06/2013		566.551,61	1.625.540,79
totale pagato fino al 30/06/2013		-469.615,52	0,00
totale al 30/06/2013		96.936,09	1.625.540,79

Se si osserva lo storico degli scambi già avvenuti e a 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 quasi 100.000,00 euro.

I dati che vediamo rappresentati sotto sulla base delle previsioni di mercato descrivono però una realtà molto diversa per il futuro.

...e gli scambi valutati per l'intero periodo contrattuale.

II COMUNE paga			BNL paga				
Nozionale Comune	Interessi valutati sulle curve forward	Rata complessiva pagata dal Comune	Nozionale Banca	Rata complessiva pagata dalla Banca	Tasso di interesse conosciuto perché prefissato per tutta la durata del rapporto	netting interessi	Data scambio
22 117 098,87 €	4,35%	497.081,80	20 491 558,78 €	478.966,74	4,6234%	18.115,06	31/12/2013
21 507 112,44 €	4,35%	470.378,47	19 709 787,75 €	454.901,90	4,616%	15.476,57	30/06/2014
20 884 615,76 €	4,35%	464.334,62	18 909 218,51 €	435.640,03	4,6077%	28.694,59	31/12/2014
20 248 975,27 €	4,35%	442.861,96	18 089 385,55 €	415.893,06	4,5982%	26.968,90	30/06/2015
19 599 977,97 €	4,35%	435.772,84	17 264 714,37 €	395.905,80	4,5863%	39.867,04	31/12/2015
18 936 987,85 €	4,30%	411.669,07	16 420 054,73 €	375.419,92	4,5727%	36.249,15	30/06/2016
18 259 732,78 €	4,30%	399.127,33	15 555 551,24 €	354.441,01	4,5571%	44.686,32	30/12/2016
17 567 726,95 €	4,30%	381.902,86	14 670 071,25 €	332.944,60	4,5391%	48.958,26	30/06/2017
16 860 628,46 €	4,30%	366.531,33	13 768 725,86 €	309.362,31	4,5188%	57.169,02	29/12/2017
16 137 967,44 €	4,25%	346.742,16	12 845 527,15 €	288.690,38	4,4948%	58.051,78	29/06/2018
15 399 260,49 €	4,25%	336.324,13	11 965 845,61 €	269.367,60	4,4774%	66.956,53	31/12/2018
14 643 975,30 €	4,25%	309.455,67	11 065 350,10 €	243.824,07	4,4565%	65.631,60	28/06/2019
13 872 348,04 €	4,25%	304.613,64	10 212 175,10 €	229.136,36	4,4382%	75.477,28	31/12/2019
13 083 263,92 €	4,15%	274.494,15	9 339 055,09 €	206.197,00	4,4158%	68.297,15	30/06/2020
12 276 612,81 €	4,15%	260.400,60	8 455 457,16 €	185.516,96	4,3881%	74.883,64	31/12/2020
11 451 643,75 €	4,15%	238.941,73	7 551 178,69 €	164.340,08	4,3527%	74.601,65	30/06/2021

10 608 098,61 €	4,15%	225.009,56	6 670 607,66 €	143.948,38	4,3159%	81.061,18	31/12/2021
9 745 661,82 €	4,00%	195.996,09	5 769 645,24 €	123.075,19	4,2663%	72.920,90	30/06/2022
8 864 538,12 €	3,8813%	174.895,56	5 132 156,81 €	109.533,06	4,2685%	65.362,50	30/12/2022
7 964 022,33 €	3,9454%	158.850,33	4 481 125,53 €	95.698,92	4,2712%	63.151,41	30/06/2023
7 043 713,71 €	3,9965%	142.315,96	3 816 261,82 €	81.119,42	4,275%	61.196,54	29/12/2023
6 103 117,05 €	4,0381%	124.595,15	3 137 269,86 €	66.767,71	4,2802%	57.827,44	28/06/2024
5 141 721,62 €	4,0726%	108.190,18	2 557 843,74 €	55.523,21	4,2937%	52.666,97	31/12/2024
4 158 463,70 €	4,0998%	85.718,46	1 966 188,83 €	42.425,44	4,3155%	43.293,02	30/06/2025
3 153 335,95 €	4,1182%	66.373,62	1 388 936,59 €	30.247,57	4,3555%	36.126,05	31/12/2025
2 125 371,08 €	4,126%	44.090,42	799 508,24 €	17.812,64	4,4559%	26.277,78	30/06/2026
1 074 333,80 €	4,1216%	22.631,64	404 158,22 €	9.004,65	4,456%	13.626,99	31/12/2026
	Totale	7.289.299,33	totale	5.915.704,01	totale	1.373.595,32	

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 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 da quello che è il nostro tasso contrattualmente fissato per valori del tasso parametro inferiori a 2,85% (c.d. tasso *purple*). Si evidenzia dalle tabelle sopra e dal grafico sotto esteso che la curva previsionale dei tassi prevede invece un aumento costante assai lento.

Tutte le quote del periodo indicato dal 31.12.2013 al 31.12.2026 (II Tabella-colonna netting interessi) rappresentano un esborso per il comune, per un totale stimato di euro 1.373.595,32. Per buona parte del periodo considerato (fino al 30/06/2022) il tasso parametro (euribor 6mesi) è stimato inferiore alla soglia floor del 2.85% e pertanto si applica il tasso *purple* che per il 2013 e 2014 è del 4,35%. La permanenza al di sotto della soglia *floor* (e pertanto calcolo della rata sulla base del tasso prefissato contrattualmente *purple*) è stimata fino alla prima metà del 2018. 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 osserva 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 il nostro Ente paghi più interessi nonostante che la rata dovuta dalla Banca sia calcolata sulla base di un tasso fisso superiore.

L'effetto descritto persiste anche quando a partire dal secondo semestre del 2022 il tasso

parametro supera la soglia floor e si esce dal tasso purple prefissato contrattualmente. La tabella mostra che l'Ente continua a pagare sulla base di un tasso inferiore al tasso medio del proprio indebitamento ma continua a subire differenziali interessi negativi in conseguenza del proprio nozionale più alto.

La previsione ad oggi sconta però un movimento più lento di risalita dei tassi. La situazione anzidetta si verifica a partire dalla fine del 2018 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. 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 2,85⁴.

Osservando le proiezioni esposte sopra che non fanno intravedere guadagni per l'Ente nel breve né nel lungo periodo bensì perdite consistenti, è ancora più evidente che l'intero prodotto nasce ed evolve con il Comune come parte svantaggiata. Comunque sia il Comune perde sia che il tasso parametro Euribor 6M *salga* oppure *scenda*.

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

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 € **-1.373.595,32** 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.

Se al disavanzo stimato per interessi andiamo poi a sommare le quote da rimborsare alla Banca a seguito delle anticipazioni di capitale ricevute per effetto dell'admortising swap (evidenziate nella tabella riportata di seguito), gli esborsi a carico dell'Ente nell'ultimo periodo di vigenza del contratto diventano sproporzionati.

Scadenzario

Rata complessiva	Data cedola
-171.784,60	31/12/2013
-178.072,56	30/06/2014
-184.192,47	31/12/2014

⁴ 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.

-175.673,88	30/06/2015
-181.669,52	31/12/2015
-187.248,42	30/06/2016
-193.474,16	30/12/2016
-194.246,90	30/06/2017
-200.537,69	29/12/2017
-140.974,59	29/06/2018
-145.210,32	31/12/2018
-81.547,74	28/06/2019
-84.035,89	31/12/2019
-76.946,82	30/06/2020
-79.309,41	31/12/2020
-37.025,89	30/06/2021
-38.525,63	31/12/2021
243.635,27	30/06/2022
249.484,51	30/12/2022
255.444,91	30/06/2023
261.604,70	29/12/2023
381.969,31	28/06/2024
391.603,01	31/12/2024
427.875,51	30/06/2025
438.608,52	31/12/2025
655.615,26	30/06/2026
670.175,57	31/12/2026
0,00 €	

** ** *** ** **

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

Il dibattito civile e mediatico degli ultimi anni 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.

A partire dalla seconda metà del 2010 sono stati fatti numerosi tentativi (in ultimo in data 19 febbraio 2013) per una trattativa stragiudiziale con la banca advisor nessuno dei quali è andato in porto. In principio lo scopo era 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, in seguito si è cercato un confronto per la chiusura *tout court* del contratto attraverso risoluzione consensuale.

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, anche alla luce della pronuncia del Tribunale di Milano (sent. n. 13976/2012 sez. IV penale) relativa al derivato concluso dal comune nel 2006 con banche estere.

Euribor 6M

Data: 25/03/2015

