

ANALISI SINTETICA DEI DERIVATI STIPULATI DAL COMUNE DI ROMA

Gli swap sono accordi tra società per scambiarsi futuri pagamenti. L'accordo definisce le date in cui i pagamenti vengono scambiati e il modo in cui devono essere calcolati. In particolare con gli swap sui tassi d'interesse (IRS) una società promette ad un'altra di pagarle, per un certo numero di anni e in base ad un capitale di riferimento, detto "nozionale", un flusso d'interessi determinato dalle regole dell'accordo. A sua volta, la controparte si impegna a pagare un flusso d'interessi, determinato in modo diverso dal precedente, sullo stesso capitale nozionale, per lo stesso numero di anni.

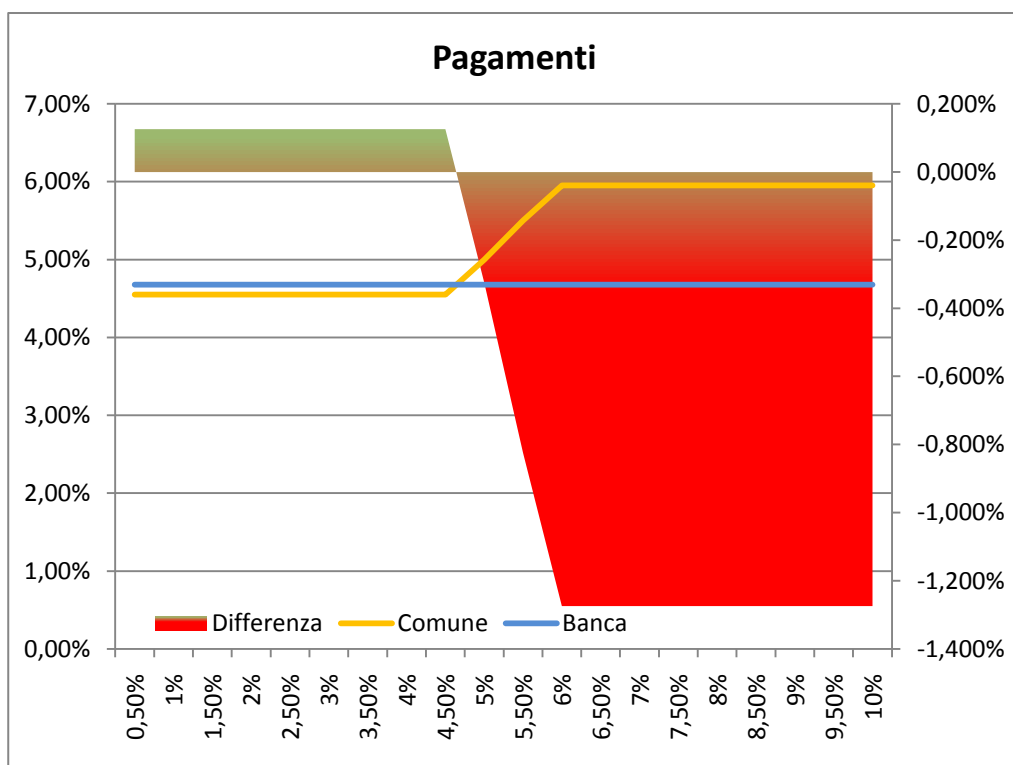
Tali accordi permettono spesso di trasformare precedenti impegni di pagamento da tasso fisso a tasso variabile e viceversa per soddisfare determinate esigenze delle società coinvolte nello scambio.

Gli elementi che definiscono un IRS sono pertanto il capitale nozionale, la durata, il tasso pagato dalle due controparti, le date di pagamento dei flussi. Al momento della stipula di un IRS la somma di tutti i pagamenti attualizzati di una società dovrebbe essere uguale a quella della controparte. Quando tali flussi non sono in equilibrio è necessario il riconoscimento di un determinato importo (up-front) di una delle due parti all'altra in modo che il contratto ritorni bilanciato. Per aiutare alla comprensione, il contratto di swap può essere paragonato allo scambio tra due società di due immobili affittati della stessa metratura ma di differente pregio. Chi vende l'immobile di maggior pregio da cui si ricava l'affitto più elevato dovrà vedersi riconosciuto il maggior valore tramite il versamento del relativo importo.

Poiché i contratti IRS non sono quotati è necessario l'intervento di un intermediario che, come l'agente immobiliare, generalmente applica dei costi di intermediazione che incidono sui termini dell'accordo. Tali costi, noti nel settore immobiliare, non lo sono nel caso degli Swap (asimmetria informativa). I costi vengono nascosti nel contratto di Swap peggiorando le condizioni dell'accordo che si sarebbero potute ottenere in assenza di tali commissioni. Tali oneri, naturalmente, vanno a gravare sulla controparte più debole e con accesso solo parziale alle informazioni. Più alta è l'asimmetria informativa, più elevate tendono ad essere le commissioni pagate agli intermediari finanziari e peggiori le condizioni del contratto.

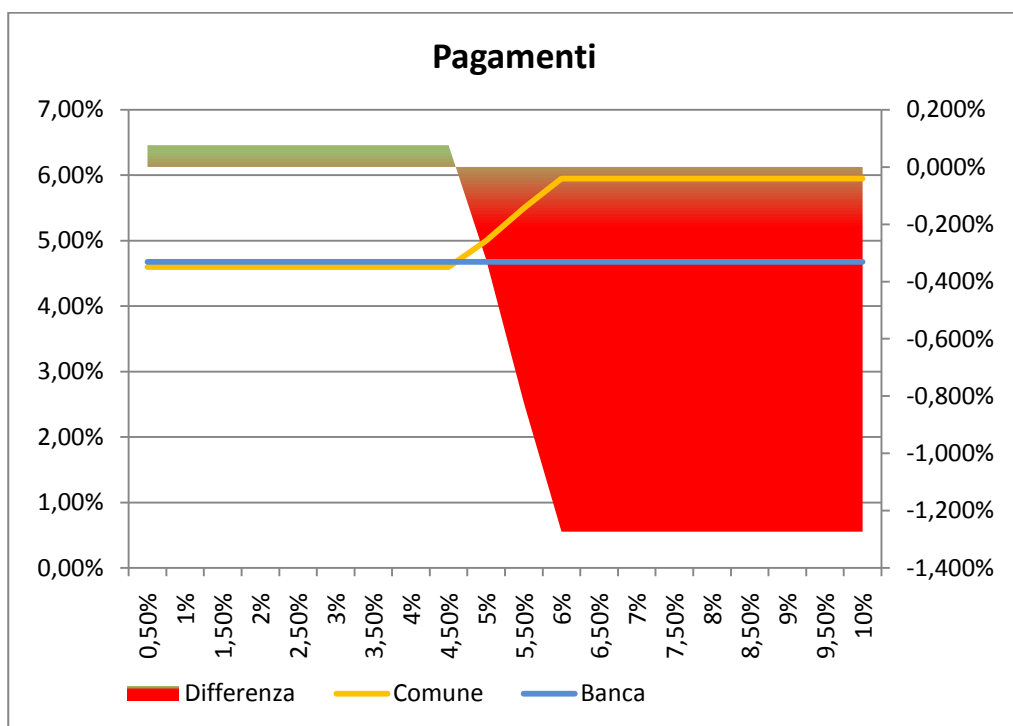
Questa è pure la situazione dell'Ente Comune di Roma. Possiamo vederlo con qualche esempio.

Consideriamo il derivato sottoscritto in data 27/07/2007 con **Banca per la finanza alle opere pubbliche e alle infrastrutture (OPI)** del Gruppo Intesa Sanpaolo per un capitale nozionale di € 292,54 milioni in amortizing (il capitale diminuisce nel tempo secondo un piano di ammortamento), con riferimento al debito sottostante, relativo a 3 mutui ad un tasso fisso medio ponderato del 4,676%, con Banca Infrastrutture Innovazione e Sviluppo (BIIS), poi fusa in OPI. In base a tale contratto, in relazione al controvalore residuo dei mutui inizialmente l'Ente riceverà pagamenti semestrali al tasso fisso del 4,676% e pagherà semestralmente interessi calcolati al tasso variabile Euribor 6m, con un minimo del 4,55% ed un massimo del 5,95% (collar). I potenziali pagamenti in funzione del valore dell'Euribor 6m (asse delle ascisse) sono descritti dal grafico seguente (a sx l'asse delle ordinate dei tassi pagati dalle due istituzioni, a dx la differenza tassi):



La banca non pagherà mai più del 0,126% (differenza tra il tasso fisso del 4,676% e il valore minimo pagato dall'Ente del 4,55%), il Comune di Roma mai più del 1,274% (differenza tra 4,676% e il valore massimo pagato dall'Ente).

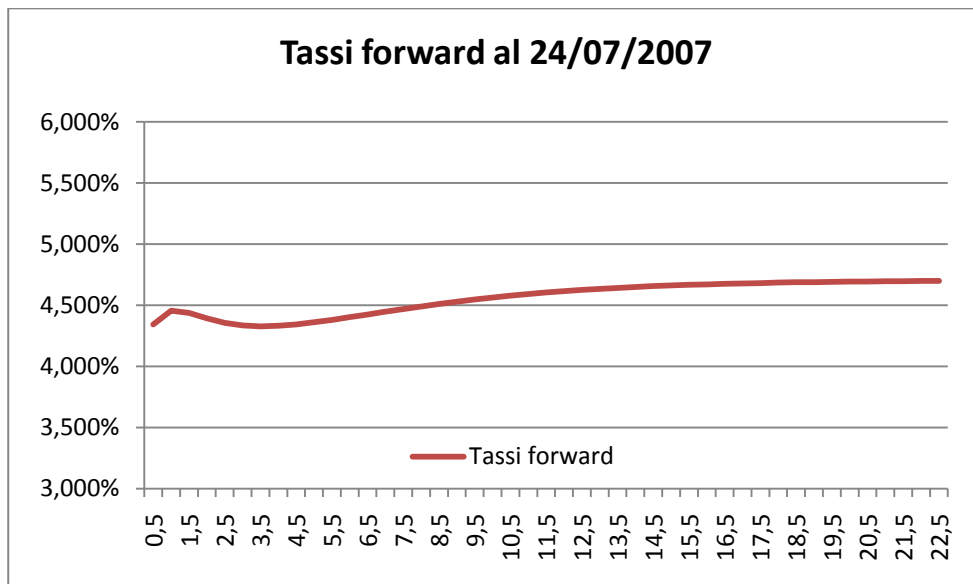
Successivamente e fino al 30/06/2011 la fascia di oscillazione del collar diventa tra 4,60% e 5,95% e conseguentemente avremo il seguente grafico dei pagamenti:



Il massimo pagamento di Banca OPI non potrà superare il 0,076%, quello dell'Ente il 1,274%.

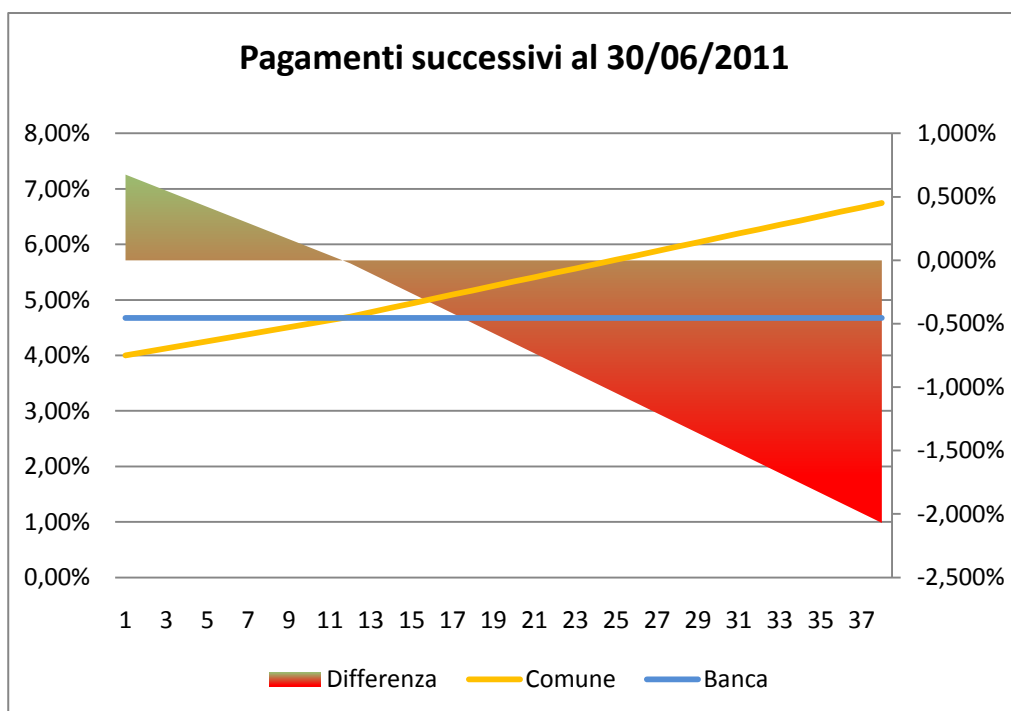
Come emerge chiaramente dai grafici il potenziale vantaggio per l'Ente al momento della sottoscrizione del contratto era assolutamente inadeguato rispetto ai possibili benefici per la Banca.

E' vero che la curva dei tassi forward (tassi determinati sulla base dei tassi di mercato e in base ai quali vengono ipotizzati i futuri pagamenti a tasso variabile nella tecnica di valutazione denominata "Discounting Cash Flows Analysis") in data 27/07/2007 era praticamente piatta



e, conseguentemente, le attese erano per tassi praticamente costanti, che non avrebbero apportato eccessive penalizzazioni per l'Ente. E' anche però vero che andamenti diversi da quelli ipotizzabili avrebbero dato lievi vantaggi in caso di ribasso, ma grosse perdite in caso di rialzo (in rapporto 1 a 10 nel primo periodo, 1 a 15 nel secondo)

Successivamente al 30/06/2011 e fino alla scadenza del 2030 il Comune di Roma pagherà un tasso fisso crescente nel tempo (step up) dal 4% al 6,745%. In questo caso lo scambio di flussi finanziari tra Ente e Banca sono certi, non sono più influenzati dal movimento dei tassi, anche se le uscite per il Comune di Roma sono via via crescenti come evidenziato nel successivo grafico (in ascissa i semestri successivi al 30/06/2011, in ordinata sx i tassi pagati, in ordinata dx il differenziale tassi):

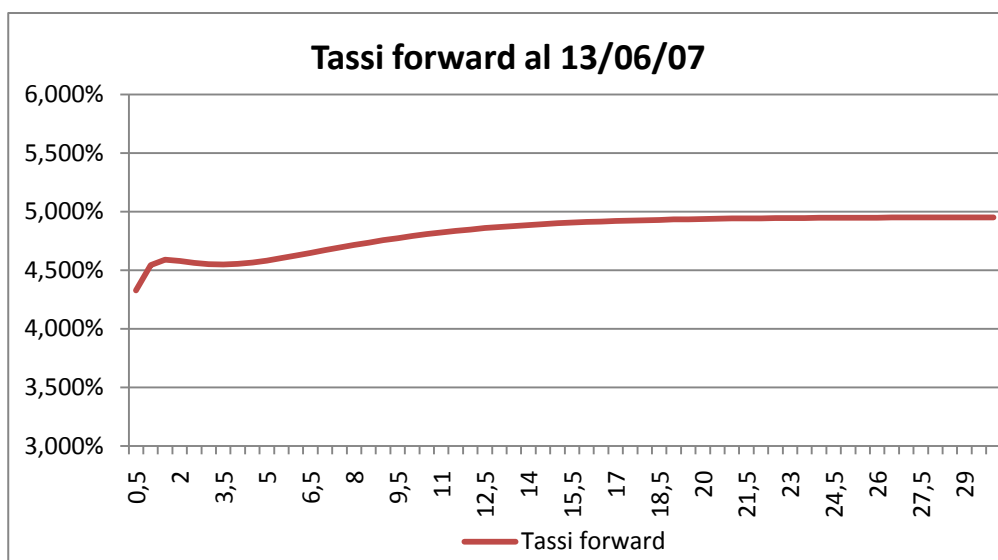


Non essendo disponibili i dati contrattuali il grafico è stato costruito ipotizzando una crescita lineare dei tassi pagati dal Comune di Roma e un piano di ammortamento del debito alla francese (rate costanti). In queste ipotesi abbiamo calcolato il totale delle uscite nette certe (pagamenti – incassi) che graveranno sulle amministrazioni del Comune di Roma successivamente al 30/06/2011: il loro ammontare è pari a circa 7 milioni di Euro.

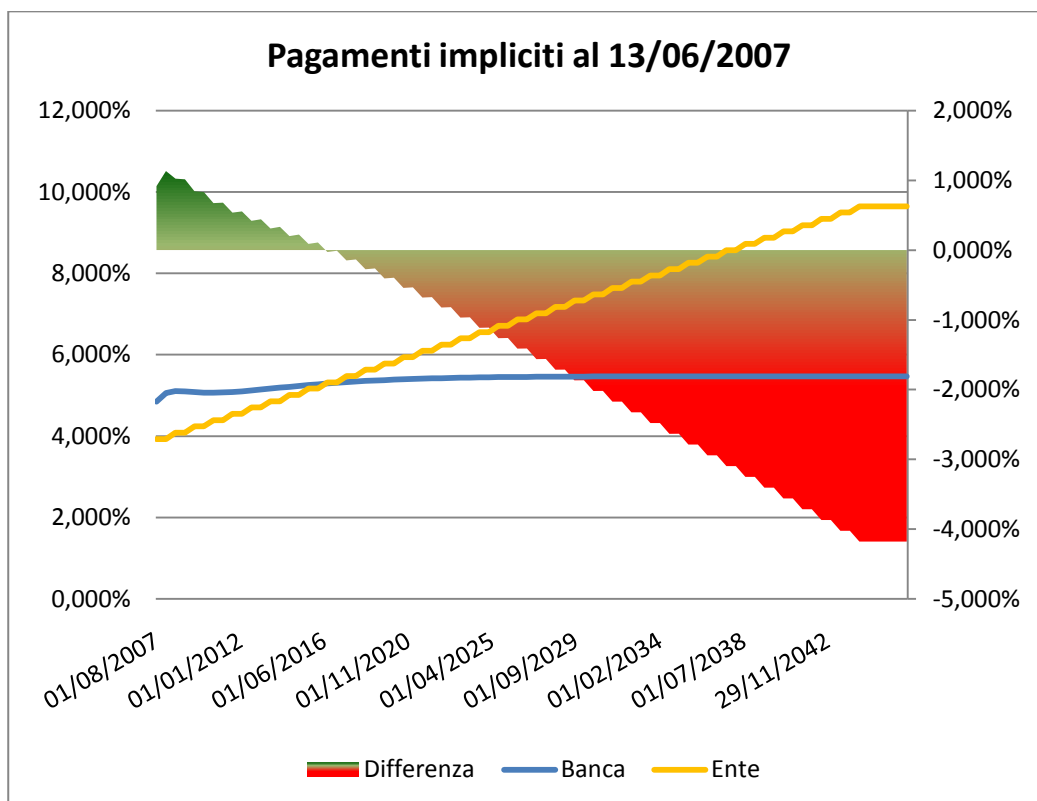
Il derivato sottoscritto con **Dexia Crediop** il 13/06/2007 e con scadenza il 01/02/2047, con riferimento a 5 mutui a tasso variabile indicizzati all'Euribor a 6m + 0,52% ha un nozionale di € 186,2 milioni. Il tasso pagato dall'Istituto di credito è pari a Euribor 6m + 0,52% e dipende quindi dai futuri movimenti dei tassi a 6 mesi, quello pagato dal Comune di Roma è stato fissato al momento della stipula, ma crescente nel tempo (step up) passando dal 3,93% al 9,65% di agosto 2043.

Non essendo stati comunicati i termini dell'accordo tra Ente e Banca per analizzare lo scambio dei flussi del derivato si è ipotizzato per i tassi a carico dell'Ente una crescita annuale lineare nel tempo e, successivamente, da agosto 2043, fino a scadenza, un tasso costante del 9,65%.

In base alla curva dei tassi forward della data di sottoscrizione del contratto (si veda grafico)



e alle ipotesi di crescita lineare dei tassi e ammortamento francese si sono potuti ricavare i futuri pagamenti prevedibili al momento della stipula e raffigurati nel seguente grafico:



Risulta evidente lo sbilanciamento dei flussi finanziari a favore dell'Istituto di credito. Tali flussi negativi per l'Ente potevano essere stimati al momento della sottoscrizione del contratto in circa € 40 milioni, gravanti soprattutto sugli esercizi futuri.

A causa della struttura del derivato il Comune di Roma sarebbe stato ulteriormente penalizzato da un ribasso dei tassi (i tassi pagati dall'Ente sono fissi, mentre quelli pagati dalla Banca si adeguano ai tassi di mercato), come sta infatti avvenendo da inizio 2009 ad oggi, e solo un improbabile rapido, vigoroso e prolungato rialzo del tasso Euribor 6m avrebbe permesso al Comune di Roma di trarre vantaggio da tale contratto.

L'elevato mark to market (valore di mercato) negativo, al 31/08/2009 pari a circa il -30% del nozionale iniziale, come evidenziato nella delibera 20/2010 dalla Corte dei Conti - Sezione Regionale di controllo per il Lazio, è in gran parte proprio dovuto all'architettura iniziale del contratto.

Dall'esame dal punto di vista finanziario dei derivati sottoscritti dal Comune di Roma emergono alcuni elementi critici:

- Derivati inutili o complessi. L'Ente ha sottoscritto derivati che trasformano un debito a tasso fisso nuovamente a tasso fisso. L'inutilità per il Comune di Roma dal punto di vista della diminuzione del rischio è evidente. Poiché anche economicamente tali contratti non risultano efficienti, le motivazioni per la sottoscrizione devono risiedere altrove. Da altri derivati risulta una struttura piuttosto complessa. Ad esempio, il contratto sottoscritto con Lehman Brothers il 18/06/2003, a fronte di un tasso fisso pagato dalla Banca, trasforma i pagamenti dell'Ente da tasso fisso a tasso fisso fino ad un livello dell'Euribor a 12 mesi del 3,25%, a tasso variabile se l'Euribor è compreso tra 3,25% e 5,50%, nuovamente a tasso fisso con Euribor tra 5,50% e 6,50%, ancora a tasso variabile se Euribor superiore a 6,50%. La copertura da rischi in questo caso è inesistente: se i tassi scendono al di sotto del 3,25% l'Ente pagherà il 3,25% vanificando il possibile beneficio del ribasso, se i tassi rialzano oltre il 6,50% l'Ente avrà costi sempre più elevati; per valori intermedi i risultati sono affidati all'alea. E' evidente il mancato beneficio di tali contratti per il Comune di Roma.
- Ristrutturazioni di derivati. Alcuni derivati sono stati sostituiti con altri assorbendone probabilmente il mark to market. Ciò ha comportato un peggioramento delle condizioni contrattuali, dovuto verosimilmente ai costi impliciti nella nuova struttura, senza alcun beneficio complessivo per l'Ente.
- Mancanza di una gestione complessiva del debito. Il debito originario del Comune di Roma sottostante i derivati era per il 91% a tasso fisso e per il 9% a tasso variabile. In seguito alla stipula dei contratti IRS il debito risulta sinteticamente composto al 55% a tasso fisso e al 45% a tasso variabile. Se l'obiettivo era quello di ridurre i pagamenti periodici dell'Ente trasformando il debito sottoscritto a tassi fissi elevati in tassi variabili, approfittando del realizzarsi delle prospettive di un basso livello dei tassi a breve, lo si sarebbe potuto raggiungere in modo più efficiente utilizzando swaps solo sul 36% (91% tasso fisso iniziale - 55% tasso fisso finale) del debito, risparmiando in questo modo tutti i costi di intermediazione sottostanti il 64% dei derivati sottoscritti. Ancora meglio e con minori costi tale intento avrebbe potuto essere raggiunto con la ristrutturazione e/o la rinegoziazione del debito e la sostituzione dei finanziamenti più onerosi. E' più probabile che gli scopi fossero altri.
- A questo proposito è da sottolineare la doppia veste di advisor e di intermediario con cui agiscono gli Istituti di credito. La consulenza finanziaria dovrebbe essere rivolta al raggiungimento degli scopi dell'Ente con la maggior efficienza ed efficacia possibile. Spesso, se non sempre, la consulenza agli enti sui derivati viene però fornita dallo stesso Istituto che poi effettuerà anche la vendita dello strumento dando luogo ad un evidente conflitto d'interesse. In questo modo l'obiettivo di efficienza non viene quasi mai raggiunto in quanto la Banca è incentivata a suggerire swap esotici ad alto margine di profitto, contrari spesso alle esigenze specifiche dell'Ente. La necessità di un advisor indipendente sembra finalmente essere stata recepita dalle istituzioni. La Commissione Finanze del Senato nel documento recentemente pubblicato, relativo all'indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni, ha finalmente dato evidenza alla *"Necessità che gli advisor, accanto ai*

necessari requisiti di professionalità, possiedano una configurazione giuridica ed operativa che garantisca l'effettiva terzietà/imparzialità, nella prospettiva dell'adozione dello specifico Albo dei consulenti finanziari indipendenti, tra l'ente territoriale e l'intermediario finanziario nella fornitura del servizio di assistenza/consulenza all'ente che intenda utilizzare gli strumenti derivati previsti per la gestione del proprio debito".

- Garanzie del 'sinking fund'. Il sinking fund raccoglie le quote periodiche di capitale pagate dal Comune di Roma che dovranno poi servire al rimborso dei prestiti in un'unica soluzione alla scadenza. Tale fondo di ammortamento è gestito dalla Banca controparte secondo regole di gestione che non sono a noi note. Solitamente il fondo fa da deposito (senza garanzie aggiuntive delle Banche) per garantire i rimborsi, mentre il rendimento ottenuto da tali strutture di investimento viene totalmente trattenuto dai gestori (dando luogo a ulteriori notevoli profitti), che sono in questo modo incentivati, ancora in conflitto di interesse, ad impieghi, nei limiti del mandato, in strumenti ad elevato rendimento con eventuali rischi di default. Fosse questa la situazione anche del Comune di Roma ci si troverebbe nella situazione di un gestore-banca con rendimenti senza rischi e di un Ente con rischi senza rendimenti.

Sgarabotto Lucio

Montani Giovanni