



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale in Amministrazione, Finanza e Controllo

—

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Tesi di Laurea

Gli swap nella Pubblica Amministrazione: analisi e casi studio

Relatore

Prof. Marco Corazza

Correlatore

Prof.ssa Martina Nardon

Laureando

Enrico Roccabella

Matricola 843193

Anno Accademico

2016 / 2017

Indice

Introduzione.....	4
1) Lo swap.....	6
1.1 La storia: lo swap in Italia.....	6
1.2 “Plain Vanilla” Interest Rate Swap (IRS).....	7
- 1.2.1 LIBOR e Euribor.....	8
- 1.2.2 Market Makers.....	8
- 1.2.3 Le “conferme” e il vantaggio comparato.....	9
- 1.2.4 Funzioni dello swap: trasformare una passività/asset	11
- 1.2.5 Un esempio di swap	12
1.3 Valutazione.....	14
- 1.3.1 In termini di obbligazioni.....	14
- 1.3.2 In termini di Forward Rate Agreements (FRAs).....	17
1.4 Altre tipologie di swap.....	20
2) La normativa in Italia e in Europa e le sentenze.....	21
2.1 Il D.M. 5 luglio 420/1996 e lo swap come copertura di rischio di cambio	23
2.2 Il Decreto Legislativo n.58 del 24 febbraio 1998.....	23
2.3 La Legge Finanziaria 2002 e il D. M. n. 389 dell’1 dicembre 2003.....	25
2.4 La Legge n. 296 del 27 dicembre 2006.....	29
2.5 La Legge n. 244 del 24 dicembre 2007.....	30
2.6 La Legge n.133 del 6 agosto 2008: il divieto dei contratti derivati.....	31
2.7 Legge di Stabilità 2014.....	33
2.8 La normativa in Europa.....	34
- 2.8.1 La direttiva Mifid.....	35
- 2.8.2 Il Regolamento UE 648/2012.....	38

- 2.8.3 Il Regolamento UE 600/2014.....	40
2.9 La giurisprudenza.....	41
- 2.9.1 Il Tribunale di Rimini: sentenza del 12 ottobre 2010, n.1523.....	42
- 2.9.2 Sentenza del Tribunale di Milano, 14 aprile 2011, n.5118.....	43
- 2.9.3 Sentenza del Tribunale di Verona e Sentenza del tribunale di Orvieto..	45
- 2.9.4 Sentenza n. 3459, 18 settembre 2013 della Corte d’Appello di Milano	46
- 2.9.5 Il Tribunale di Torino e la nullità del contratto.....	48
3) Studio di alcuni casi reali.....	50
3.1 Caso pratico: il Comune di Prato	50
- 3.1.1 Lo swap 1	53
- 3.1.2 Lo swap 2 e lo swap 3.....	58
- 3.1.3 Lo swap 4 e lo swap 5.....	65
- 3.1.4 Lo swap 6.....	70
3.2 Analisi completa degli swap.....	76
- 3.2.1 Analisi completa dello swap 1.....	76
- 3.2.2 Analisi completa dello swap 2 e dello swap 3.....	78
- 3.2.3 Analisi completa dello swap 4 e dello swap 5.....	82
3.3 Caso pratico: il Comune di Ferrara.....	86
Conclusioni	98
Bibliografia.....	100

Introduzione

Una delle principali tipologie di strumenti finanziaria derivati presenti nei mercati di tutto il mondo, Italia compresa, sono gli swap, e più precisamente gli “interest rate swap”.

Il presente lavoro si pone l’obiettivo di analizzare il fenomeno dal punto di vista dell’utilizzo di tali strumenti da parte dell’Amministrazione Pubblica. Quest’ultima infatti molto spesso ha fatto ricorso ai derivati andando a creare non pochi problemi: in fase di stipula, infatti, non c’è sempre stata una completa consapevolezza dello strumento che si stava maneggiando e non si è riusciti a quantificare nonché ad avere piena consapevolezza del livello di rischio che gli interest rate swap potevano raggiungere.

Tutto questo ha portato a gravi situazioni finanziarie per gli Enti Locali e molti casi sono stati portati in Tribunale.

L’elaborato si struttura in tre parti.

Il primo capitolo ha lo scopo di introdurre lo strumento dello swap. Verranno fornite le nozioni generali sullo strumento, descrivendone le caratteristiche il funzionamento.

Nel secondo capitolo verrà affrontata tutta la parte riguardante la normativa sui derivati. Quest’ultima infatti ha avuto una importante evoluzione volta a tutelare sempre di più gli Enti Locali affinché avessero gli strumenti per usufruire dei derivati con piena coscienza, con le giuste competenze e con piena consapevolezza.

Nella seconda parte del secondo capitolo verranno invece presentate e analizzate una serie di sentenze sul caso. Non sono state rare infatti dispute fra gli Enti Locali e le banche che spesso, approfittando delle scarse conoscenze degli Enti, ne hanno approfittato proponendo contratti che si sono rivelati dannosi per le casse di questi.

Il terzo e ultimo capitolo proporrà due casi pratici di studio. Il primo partirà dall’analisi di una sentenza che ha visto contrapporsi la Dexia, una famosa banca, e il Comune di Prato: verranno ricostruiti i flussi dei pagamenti effettuati dalle parti per analizzare la convenienza degli swap stipulati. Successivamente verranno ricostruiti i flussi seguendo la seguente prospettiva: “cosa sarebbe successo se gli swap stipulati non fossero stati estinti e fossero stati portati a naturale conclusione?”. In questo modo si andrà a valutare se l’Ente aveva seguito la giusta strada nel riformulare i contratti o se avrebbe fatto meglio a non ascoltare la banca e continuare con gli swap già stipulati.

L'ultimo caso sottoposto avrà come oggetto l'analisi di un documento informativo rilasciato dal Comune di Ferrara su tre swap stipulati nel corso degli anni. Si cercherà di ricostruire anche in questo caso i flussi pagati per vedere se c'è corrispondenza fra quanto esposto nel documento e i risultati.

Capitolo 1: lo swap

Lo swap può essere definito come una operazione finanziaria in cui due controparti stipulano un contratto attraverso il quale si impegnano a scambiarsi a date prefissate dei flussi di cassa calcolati su un determinato capitale preso come parametro. Questo capitale è detto capitale nozionale. L'accordo fra le parti è over-the-counter (OTC), questo significa che viene contrattato al di fuori del mercato regolamentato¹ risultando così più flessibile rispetto ad altri strumenti regolamentati che sono standardizzati. Le relative clausole contrattuali sono note solo alle controparti e consentono di realizzare anche strumenti più complessi dal momento in cui si esce dallo schema standardizzato dei contratti presenti nel mercato regolamentato. Di contro ne deriva un maggior rischio e una minore trasparenza, elementi che rendono difficile determinare la natura e il livello dei rischi assunti dai soggetti coinvolti.

Un semplice esempio di swap può essere un contratto forward (vd. Paragrafo 1.3.2): supponiamo che sia il primo marzo 2012 e una compagnia entra in un contratto forward nel quale si impegna a comprare a distanza di un anno 100 onces d'oro a 1200€. La compagnia potrà vendere l'oro appena comprato. Questo contratto forward è equivalente a uno swap nel quale la compagnia si accorda nel pagare 1200€ e ricevere a distanza di un anno 100S dove S è il prezzo futuro di una oncia d'oro. La differenza è che mentre un forward consente lo scambio di flussi di denaro in una data futura, lo swap porta a uno scambio di flussi di cassa su più date.

1.1 La storia: lo swap in Italia

Il ricorso da parte dell'Amministrazione Centrale a contratti derivati è cominciato negli anni '80 con una finalità di copertura dai rischi di cambio ma è dalla metà degli anni '90 che il fenomeno ha visto una crescita considerevole. Si stava attraversando infatti una fase molto delicata per l'avvio dell'Unione Monetaria e dell'Euro e

¹ Secondo la disciplina comunitaria un mercato regolamentato è un mercato che possiede i seguenti requisiti:

1. regolarità di funzionamento: gli scambi hanno luogo secondo modalità predefinite, sia per quanto riguarda i meccanismi di fissazione del prezzo, sia per quanto riguarda il pagamento e/o il trasferimento del bene oggetto dello scambio;
2. approvazione da parte dell'autorità di vigilanza delle regole relative alle condizioni di accesso e alle modalità di funzionamento;
3. rispetto degli obblighi di trasparenza.

L'organizzazione e la gestione del mercato sono disciplinate da un regolamento deliberato dall'assemblea ordinaria della società che gestisce tale mercato. (FONTE: borsaitaliana.it)

l'utilizzo dei derivati aveva lo scopo principale di diventare l'assicurazione dal rischio di un rialzo dei tassi di interesse.

Tra la fine degli anni 90 e l'inizio del decennio scorso si nota un aumento dell'utilizzo dei derivati da parte delle Amministrazioni locali, destinatarie di compiti di espansione e con le regole di coordinamento di finanza pubblica che si facevano sempre più stringenti.

Nell'ultima indagine conoscitiva sulle tematiche agli strumenti finanziari (Maggio 2015) della VI commissione parlamentare, è stato esposto che secondo le stime ufficiali, a fine 2014, il "valore nozionale" degli strumenti derivati su debito ammontava a circa 160 miliardi, che corrisponde a quasi il 9% sul totale dei titoli di Stato in circolazione, mentre il valore di mercato (mark to market) segnava una perdita potenziale di 42 miliardi.

L'ultimo dato esposto rappresenta il valore negativo che lo Stato avrebbe sopportato nell'eventualità che i contratti derivati posti in essere venissero estinti in anticipo alla fine dello scorso anno. Le perdite potenziali diventano effettive perciò solo se il contratto viene estinto, ma la situazione è diversa laddove sussistano delle clausole di estinzione anticipata.

Di questi 160 miliardi del portafoglio di derivati appartenenti allo Stato, il valore nozionale dei contratti su derivati degli Enti territoriali, registrato all'inizio del 2015, sarebbe di poco meno di 25 miliardi, di cui il 60% è imputabile ai contratti sottoscritti da Regioni e Province autonome.

1.2 "Plain Vanilla" Interest Rate Swap (IRS)

La tipologia di Swap più comune è il cosiddetto "Plain Vanilla" Interest Rate Swap (abbreviato in IRS). In questo contratto una parte si impegna a pagare un flusso di cassa calcolato a un tasso fisso su un determinato capitale lungo un determinato numero di anni. In cambio, riceve interessi a un tasso variabile calcolati sullo stesso capitale nozionale e lungo lo stesso periodo di tempo. A fronte di ciò il contratto che viene concluso fra le parti necessita di alcuni elementi fondamentali:

- Il valore del capitale nozionale sul quale verranno calcolati i flussi di cassa;
- La durata dello Swap;
- Il tasso utilizzato per calcolare i pagamenti dalla controparte A e dalla controparte B;

- La definizione del periodo temporale su cui calcolare i flussi (trimestrale, semestrale, annuale e così via);
- Il giorno di regolamento dei differenziali.

1.2.1 LIBOR e EURIBOR

I tassi di riferimento utilizzati nella maggior parte dei contratti Swap per quanto riguarda i tassi variabili sono due. Il primo è il London Interbank Offered Rate (LIBOR). Calcolato una volta al giorno dalla “British Bankers’ Association”, rappresenta il tasso di interesse di riferimento a cui una banca è disposta depositare denaro in altre banche. Solitamente il LIBOR è calcolato fino a un massimo di 12 mesi: il LIBOR a 1 mese è il tasso al quale è offerto il deposito per un mese, il LIBOR a 3 mesi il tasso al quale è offerto il deposito per 3 mesi e così via. Questo deposito può essere visto come un prestito: per ricevere questi depositi una banca deve perciò soddisfare determinati criteri e tipicamente deve avere un rating di credito pari almeno ad AA. Il secondo è invece l’Euro Inter Bank Offered Rate (EURIBOR) e si differenzia dal tasso LIBOR per il fatto che quest’ultimo è in tutte le valute, mentre l’EURIBOR è solo in €.

1.2.2 Market Makers

Generalmente le società non-finanziarie non entrano in contatto direttamente fra di loro per contrattare lo swap ma entrambe entrano in accordo con un intermediario finanziario, pratica molto diffusa nei mercati anglosassoni.

L’intermediario entra in due transazioni di swap compensative con le due società. Supponendo che entrambe mantengano le proprie obbligazioni, l’istituto finanziario sarà sicuro di fare un profitto dato dalla differenza fra il tasso fisso che entra dalla società B e il tasso fisso che esce per la società A. Supponiamo infatti che vi sia la società A che paga un tasso fisso del 5.2% e stipula uno swap con un intermediario finanziario attraverso il quale paga a quest’ultimo il LIBOR, ricevendo un tasso fisso pari a 4.985%. Contemporaneamente supponiamo che la società B paghi un tasso variabile pari al LIBOR + 0.1% e stipuli un contratto di swap con lo stesso intermediario finanziario nel quale quest’ultimo paga a B il tasso variabile LIBOR, mentre riceve dalla stessa B un tasso fisso pari al 5.015%. Dal punto di vista dell’intermediario finanziario, avrà:

- Tasso variabile LIBOR in uscita a B;
- Tasso variabile LIBOR in entrata da A;
- Tasso fisso del 5.015% in entrata da B;

- Tasso fisso in uscita del 4.985% in uscita ad A.

L'intermediario avrà quindi un profitto dello 0.03% dato, come detto in precedenza, dalla differenza fra il tasso fisso che entra dalla società B e il tasso fisso che esce per la società A

Nella pratica però è difficile che un istituto finanziario trovi contemporaneamente due società che vogliono entrare allo stesso tempo nello stesso swap e per giunta in condizioni differenti e opposte, come proposto nell'esempio. Questo significa che gli intermediari sono pronti a entrare in uno swap anche senza stipularne uno compensativo con un'altra controparte: agiscono cioè da "Market Makers". I "Market Makers" devono ponderare attentamente i rischi e coprirli adeguatamente.

L'obiettivo dell'intermediario è quello di attrarre più domanda possibile e perciò quota costantemente il tasso fisso che è disposta a scambiare con la controparte. Ogni giorno avremo così quotato il tasso "bid", cioè il tasso che è disposto a pagare per ottenere il variabile, e il tasso "ask", cioè il tasso che è disposto a ricevere per pagare il variabile. La media dei due tassi va a generare il "tasso swap", che rende il valore iniziale dello swap pari a zero.

1.2.3 Le "conferme" e il vantaggio comparato

Le conferme (confirmations) sono gli accordi legali sottostanti allo swap che vengono firmate dalle controparti rappresentanti le due società. La loro stesura è facilitata dall'ISDA (International Swap and Derivatives Association; www.isda.org), un'organizzazione che ha definito e raccolto una serie di documenti che definiscono dettagliatamente le terminologie da utilizzare nei contratti di swap, le conseguenze dell'insolvenza di una delle due parti e così via.

Cosa spinge a stipulare un contratto di swap? Uno dei motivi principe è sicuramente il fatto di poter sfruttare a proprio favore il vantaggio comparato. Alcune società hanno un vantaggio comparato nel farsi prestare a un tasso fisso, altre a un tasso variabile.

Supponiamo ora due società che vogliono farsi prestare denaro, le quali hanno le seguenti opzioni:

	Fisso	Variabile
Società A	5,0%	LIBOR - 0,1%
Società B	6,2%	LIBOR + 0,6%

La società B desidera prendere a prestito ad un tasso fisso, mentre A ad un tasso variabile. Dalla tabella possiamo notare come lo spread fra i due tassi fissi, pari a 1,2%, sia maggiore rispetto allo spread nei due tassi variabili, pari allo 0,7%. La differenza è dovuta al fatto che il tasso fisso è stabile e non subirà mai cambiamenti per la durata del prestito, mentre il variabile è assoggettato a modifiche in base al rating della società. È possibile infatti che, supponendo un abbassamento di rating per la società B nei mesi successivi, il tasso variabile passi da LIBOR + 0,6% a LIBOR + 0,7% aumentando così il gap con la società A.

La società B ha perciò un vantaggio comparato rispetto ad A nel farsi prestare a tasso variabile, viceversa, la società A ha un vantaggio comparato nel farsi prestare a tasso fisso.

A perciò prende a prestito al 5% mentre B prende a prestito al LIBOR + 0,6%. Successivamente le due società stipulano uno swap che prevede i seguenti flussi per A:

- 1 – A paga il 5,0% fisso;
- 2 – A riceve da B un fisso di 5,35%;
- 3 – A paga a B il LIBOR.

E per B:

- 1 – B paga LIBOR + 0,6%;
- 2 – B riceve da A il LIBOR;
- 3 – B paga un fisso di 5,35% ad A.

La società A alla fine si ritrova a pagare un tasso variabile pari al LIBOR – 0,35%. Andiamo a vedere come si è giunti a questo risultato: A si ritrova a pagare un tasso fisso del 5,00% oltre che un tasso pari al LIBOR. Inoltre a riceve un tasso fisso del 5,35% che va a compensare il 5,00% pagato lasciando una differenza dello 0,35%. Perciò, fatta la compensazione, A si ritrova a pagare un tasso pari al LIBOR e a ricevere un tasso pari allo 0,35%: semplificando, A andrà a pagare un tasso pari al LIBOR – 0,35%.

B si ritrova invece a pagare un tasso fisso pari al 5,95%. Il calcolo è presto fatto essendo il ragionamento simile a quello precedente. B riceve un tasso pari al LIBOR e contestualmente si ritrova a pagare un tasso fisso pari al 5,35% e un tasso variabile pari al LIBOR + 0,6%. Quest'ultimo è compensato in parte dal LIBOR ricevuto, con una percentuale dello 0,6 che avanza e che si somma perciò al 5,35%. In sintesi B

andrà a pagare un tasso pari al 5,95%. In tutti e due i casi le società finiscono per pagare meno rispetto ai tassi iniziali proposti: tutto questo grazie allo swap posto in essere ($\text{LIBOR} - 0,1\% > \text{LIBOR} - 0,35\%$ per A; $6,2\% > 5,95\%$ per B).

1.2.4 Funzioni dello swap: trasformare una passività/asset

Lo swap può essere utilizzato sia per trasformare una passività sia per trasformare un asset.

Supponiamo che la società A abbia concordato un prestito al tasso LIBOR più 20 punti base (10 punti base corrispondono allo 0,1%). Una volta stipulato lo swap la società avrà i seguenti flussi di cassa:

- 1 – Pagamento del tasso LIBOR più 20 punti base;
- 2 – Riceve il tasso LIBOR in base a quanto definito nello swap;
- 3 – Pagamento del tasso fisso del 5%.

A fronte di questo contratto la società finisce per pagare un tasso fisso pari al 5% più 20 punti base (5,2%). In questo modo la società ha un mezzo per trasformare la passività da variabile in fissa e coprirsi così da un eventuale eccessivo aumento dei tassi.

Al contrario, supponendo invece che A abbia concordato un prestito a un tasso fisso del 5% e che abbia stipulato un contratto di swap avremo:

- 1 – Pagamento del tasso fisso 5%;
- 2 – Riceve un tasso fisso del 4,8%;
- 3 – Pagamento del tasso LIBOR.

La passività è stata trasformata da fissa a variabile e la società A si ritrova con il pagare a un tasso pari al LIBOR più 20 punti base.

Lo stesso discorso può essere fatto per trasformare un asset che rende a un tasso variabile in un asset che rende in tasso fisso e viceversa: il ragionamento sarà lo stesso.

1.2.5 Un esempio di swap

Per avere le idee più chiare, andiamo adesso ad illustrare un esempio di come potrebbe funzionare un contratto di swap. Di seguito abbiamo un contratto fornito dalla banca Impresa San Paolo di un contratto swap avente i tassi di interesse come sottostante:

Esempio di Contratto

1) Cliente (società A) paga tasso fisso/riceve variabile

Data stipula: 10/2/02 Data Inizio: 12/2/02

Data Scadenza: 12/2/07

Importo di riferimento: 500.000 Euro

Il cliente (società A) riceve dalla società B: EURIBOR 6 mesi - semestralmente, act/360

Il cliente (società A) paga alla società B: 4.5% - semestralmente, act/360

2) Cliente paga tasso variabile/riceve tasso fisso

Data stipula: 10/2/02 Data Inizio: 12/2/02

Data Scadenza: 12/2/07

Importo di riferimento: 500.000 Euro

Il cliente paga: EURIBOR 6 mesi - semestralmente, act/360

Il cliente riceve: 4.5% - semestralmente, act/360

In questo caso vediamo due tipi di contratti: nel primo il cliente stipula uno swap nel quale riceve un tasso variabile e paga un fisso, con la finalità di trasformare una passività da variabile a fissa e coprirsi così dalla volatilità del tasso di interesse. Nel secondo trasforma la passività da fissa a variabile. Lo swap in tutti e due i casi ha una durata quinquennale, i trasferimenti vengono effettuati semestralmente su un capitale nozionale pari a 500.000€.

Andiamo ad illustrare il primo caso. L'ipotetico swap, di durata quinquennale, viene stipulato fra una società A e una società B il 10 febbraio 2002. La società A concorda di pagare alla società B interessi pari al 4.5% annuo su un capitale nozionale di 500mila Euro, mentre la società B concorda di pagare al tasso EURIBOR a sei mesi sullo stesso capitale. I pagamenti verranno effettuati ogni 6 mesi.

Il primo pagamento verrà effettuato il 12 agosto 2002 (il contratto ha avuto inizio 2 giorni successivi alla stipula): A pagherà 22,500 Euro a B, viceversa B pagherà A al tasso EURIBOR a sei mesi vigente prima del 12 agosto, cioè al 12 febbraio 2002. Supponendo che il tasso al 12 febbraio fosse del 4,2% la società B pagherà alla società A interessi pari a $0,5 \times 0,042 \times 500,000 = 10,500$ Euro.

Il secondo pagamento avverrà il 12 febbraio 2003. A pagherà la somma fissa di 22,500 Euro mentre B pagherà interessi in base al tasso EURIBOR a sei mesi vigente

al 12 agosto 2002. Supponendo sempre che questo fosse pari a 4,8% la società B pagherà $0,5 \times 0,048 \times 500,000 = 12,000$ Euro.

In totale alla fine dei 5 anni avremo 10 scambi di flussi di denaro. Generalmente un contratto Swap è strutturato in modo tale che una controparte paghi all'altra il differenziale fra le somme dovute. Nel nostro esempio, al primo pagamento la società A pagherà a B una somma pari a $22,500 - 10,500 = 12$ mila Euro.

Di seguito viene riportata la tabella con i flussi pagati dalle due società. Alla prima colonna abbiamo la data del pagamento. Alla seconda è riportato il tasso Euribor a sei mesi. Alla terza il flusso di cassa ricevuto dalla società A pagato dalla società B, calcolato moltiplicando per il tasso Euribor a sei mesi alla data del pagamento precedente il capitale nozionale di riferimento, il tutto diviso due, essendo il pagamento semestrale e non annuale. Alla terza colonna è riportato il flusso di cassa pagato dalla società A alla società B: essendo un tasso fisso questo sarà uguale per tutti i pagamenti. Infine, all'ultima colonna troviamo riportato il flusso differenziale dato dalla differenza fra il flusso di cassa ricevuto da A e il flusso di cassa ricevuto da B: se questo risulta negativo significa che A dovrà pagare il flusso differenziale a B, se questo invece risulta positivo sarà la società B a pagare la società A.

Come si può notare, la società A si ritrova ad ogni pagamento a dover pagare alla società B poiché i flussi di cassa pagati risultano maggiori ai flussi di cassa ricevuti. Fanno eccezione gli ultimi due pagamenti in cui si registra un differenziale a favore della società A.

Data	Tasso EURIBOR a sei mesi (%)	Flusso di cassa variabile ricevuto (€)	Flusso di cassa fisso pagato (€)	Flusso di cassa netto (€)
12-02-2002	4,20			
12-08-2002	4,80	+10,500	-22,500	-12,000
12-02-2003	5,20	+12,000	-22,500	-10,500
12-08-2003	5,70	+13,000	-22,500	-9,500
12-02-2004	6,30	+14,250	-22,500	-8,250
12-08-2004	7,00	+15,750	-22,500	-6,750
12-02-2005	7,50	+17,500	-22,500	-5,000
12-08-2005	8,20	+18,750	-22,500	-3,750
12-02-2006	9,10	+20,500	-22,500	-2000

12-08-2006	9,60	+22,750	-22,500	+250
12-02-2007		+24,000	-22,500	+1,500

1.3 Valutazione

Andiamo ora a veder come si calcola il valore di un IRS. Generalmente il valore di ogni swap è prossimo allo zero, poiché i pagamenti effettuati dal cliente e quelli a carico della banca vengono definiti in modo che risultino equivalenti (non avrebbe senso per alcuna delle controparti stipulare un contratto che fin dall'inizio abbia un valore attualizzato dei flussi negativo), successivamente però è ragionevole che questo assuma un valore positivo o negativo.² Nel caso in cui però il valore dello swap iniziale non dovesse essere nullo, il soggetto che dovesse risultare avvantaggiato dovrà corrispondere alla controparte un premio iniziale, che viene chiamato upfront, con lo scopo di garantire una operazione equa.

Per calcolarne il valore esistono due tipi di approcci: il primo riguarda la valutazione di uno swap assumendolo come differenza fra due obbligazioni; il secondo come un portfolio di Forward Rate Agreements (FRA).

1.3.1 In termini di obbligazioni

Assumiamo di essere dal punto di vista della controparte che paga variabile per ricevere fisso: lo swap può essere valutato come una posizione lunga in un'obbligazione a tasso fisso, e una posizione corta in un'obbligazione a tasso variabile perciò:

$$V_{swap} = B_{fix} - B_{var}$$

dove V_{swap} è il valore dello swap, B_{fix} è il valore del titolo a tasso fisso e B_{var} è il valore del titolo a tasso variabile.

Almeno inizialmente perciò i due addendi dovrebbero essere uguali dal momento in cui il valore dello swap è zero, come precisato precedentemente.

² "Un concetto centrale per la determinazione del prezzo degli strumenti finanziari è quello del valore attuale netto pari a zero al momento della sottoscrizione, conosciuto anche come definizione del prezzo medio di mercato. Le condizioni di un derivato sono fissate in modo che il valore attuale dei flussi di cassa attesi pagati da una delle parti sia pari al valore attuale dei flussi di cassa attesi pagati dall'altra parte. Applicando il concetto di valore attuale netto pari a zero ai contratti interest rate swap (IRS), il valore attuale dei flussi di cassa a tasso fisso è pari al valore attuale dei flussi di cassa attesi a tasso variabile.» (FONTE: lsole24ore.com "Lo swap ha valore ma parte da zero" 14 novembre 2010)

Il valore dell'obbligazione a tasso fisso può essere calcolato come il valore attuale di tutti i flussi di cassa che verranno ricevuti. Il tasso da usare come sconto può essere sempre lo stesso ma di prassi varia per ogni flusso di cassa. Supponiamo di avere un buono del tesoro che paga coupon al tasso annuo del 6% semestralmente su un capitale nozionale di 100€. Per calcolare il valore attuale del primo coupon attualizziamo perciò il primo flusso di cassa, che è pari a 3€ (0.06x0.5x100€), al 4,0%. Supponiamo anche che il secondo flusso di cassa lo attualizziamo ad un tasso teorico del 4,5%, il terzo al 5,1% e infine il quarto al 5,8%.

Anni (t)	Tasso zero coupon (%) (composto continuamente)
0,5	4,5
1,0	5,1
1,5	5,8
2,0	6,4

Il prezzo teorico del bond sarà perciò:

$$3e^{-0,045 \times 0,5} + 3e^{-0,051 \times 1,0} + 3e^{-0,058 \times 1,5} + 103e^{-0,064 \times 2,0} = 99,16.$$

Traducendola in formule l'equazione generale sarà:

$$\text{Valore del titolo a tasso fisso} = \frac{c}{2} e^{-r_1 t_1} + \frac{c}{2} e^{-r_2 t_2} + \dots + \left(100 + \frac{c}{2}\right) e^{-r_n t_n}$$

dove:

c = valore della cedola annuale;

r_n = tasso zero coupon al tempo t_n ;

t_n = tempo in cui viene pagata la cedola.

Per calcolare il valore della obbligazione a tasso variabile, partiamo sapendo che il valore della obbligazione è pari al capitale nozionale immediatamente dopo il pagamento dell'interesse. Questo perché in quel momento l'obbligazione è un "fair deal" (accordo equo), dove chi prende a prestito il denaro paga il LIBOR per ogni

periodo accumulato. Supponiamo che il capitale nozionale sia L , che il prossimo pagamento sarà fatto al tempo t^* e il pagamento al tempo t^* è k^* . Subito dopo il pagamento $B_{var} = L$ come appena spiegato. Ne segue che prima del pagamento il valore dell'obbligazione a tasso variabile era $B_{var} = L + k^*$. Questo valore va scontato per il tasso di riferimento.³

Il valore del titolo a tasso variabile è uguale ad una obbligazione che offre un solo pagamento composto da capitale ed interessi, scontato tutto al tasso r .

$$\text{Valore del titolo a tasso variabile} = (L + k^*)e^{-r^*t^*}$$

dove:

L = capitale nozionale;

k^* = Interessi variabili da corrispondere alla fine del periodo di riferimento;

r^* = tasso zero coupon alla scadenza t^* ;

t^* = data di liquidazione.

Esempio

Vediamo adesso un esempio numerico per aver meglio chiaro il procedimento appena spiegato.

Supponiamo la presenza di due società, A e B. La società A ha stipulato un contratto swap della durata residua di 15 mesi con la società B. Il contratto stabilisce che A debba corrispondere il LIBOR a 3 mesi (il cui valore ultimo osservato alla data di regolamento supponiamo essere pari a 0,15%) e riceve il 2% annuo composto semestralmente. Il capitale nozionale di riferimento è pari a 100 milioni di Euro e i tassi LIBOR a 3, 9, 15 mesi sono pari rispettivamente a 0,25%, 0,40% e 0,55% composti continuamente.

Andiamo ora a calcolare il valore del titolo a tasso fisso. L'incasso fisso sarà pari a 100 milioni di Euro moltiplicato 2%, il tutto diviso due: 1 milione di Euro.

Periodo	LIBOR	Fattore di attualiz.	Incasso attualizzato
0,25	0,0025	0,999375195	999.375,195€

³ Da "Options, futures and other derivatives", ottava edizione, John C. Hull

0,75	0,004	0,9997004495	999.700,4495€
1,25	0,0055	0,993148578	100.308.006,4€
			102.307.082€

Per calcolare il valore del titolo a tasso variabile iniziamo innanzitutto trovando il valore degli interessi.

$$k^* = 100.000.000 \times 0,0015 \times 0,5 = 75.000$$

Andiamo adesso a calcolare il valore del titolo.

$$\text{Valore dell'obbligazione a tasso variabile} = (100.000.000 + 75.000)e^{-0,0025 \times 0,25} = 100.012.472,7$$

Sottraendo il valore appena ottenuto con quello del titolo a tasso fisso andiamo a calcolare il valore complessivo dello swap che sarà pari a **102.307.082€ - 100.012.472,7€ = 2.294.609,333€**.

1.3.2 In termini di Forward Rate Agreements (FRAs)

Prima di andare a vedere come si valuta e che cos'è un Forward Rate Agreements (FRAs) andiamo a vedere cos'è il forward.

Il forward è uno strumento finanziario derivato, negoziato Over-the-Counter, che permette di scambiare ad una determinata data una determinata attività a un prezzo prefissato in fase di stipula. Un contratto simile al forward è il future: la dinamica è la stessa con l'unica differenza che quest'ultimo è contrattato nel mercato regolamentato perciò è più standardizzato, mentre il forward gode di maggior flessibilità e rispondere in maniera più completa alle esigenze degli investitori poiché non deve sottostare ad alcun contratto predefinito.

Attraverso il Forward Rate Agreements (FRAs) due controparti stipulano un contratto attraverso il quale si impegnano ad applicare un tasso di interesse predeterminato per un periodo di tempo futuro stabilito. La sua funzione è quella di coprirsi dal rischio di cambio e proteggersi perciò da un eventuale innalzamento dei tassi nel breve periodo. Anche questo, come i contratti Swap, è un contratto negoziato OTC.

Fatta questa premessa, vediamo adesso la valutazione dell'IRS come portafogli di Forward Rate Agreements. La procedura sarà la seguente:

1. A partire da LIBOR si calcolano i tassi forward per ciascuna delle date rilevanti (vedi successivo);
2. Si calcolano i pagamenti dello swap sulla base dei tassi forward ricavati e assumendo che i futuri tassi LIBOR siano uguali ai tassi forward correnti;
3. Si determina il valore corrente dello swap.

Per facilità riprendiamo i dati dell'esempio precedente. Il pagamento fisso sarà sempre di 1 milione di euro.

Rimangono da calcolare le parti variabili andando prima di tutto a calcolare i tassi forward per poi trasformarli in tassi semestrali.

Per quanto riguarda la prima equazione, Hull definisce i tassi forward come i tassi impliciti nei tassi correnti spot, relativi a futuri periodi di tempo. Il tasso forward è ricavabile tramite la seguente espressione, supponendo che tutti i saggi di interessi siano composti continuamente:

$$R_f = \frac{R_2 T_2 - R_1 T_1}{T_2 - T_1}$$

dove:

R_f = Tasso forward compreso fra T_1 e T_2 ;

R_1 = Tasso d'interesse spot al tempo T_1 ;

R_2 = Tasso d'interesse spot al tempo T_2 .

Il tasso che si ottiene è un tasso composto continuamente e bisognerà convertirlo in un tasso composto m volte l'anno:

$$R_m = m \times \left(e^{\frac{R_c}{m}} - 1 \right)$$

dove:

R_m = Tasso composto m volte l'anno che nel nostro caso sarà semestrale;

m = periodi in cui viene diviso l'anno;

R_c = Tasso di interesse composto continuamente, nel nostro caso il tasso forward.

Applicando quanto visto al nostro esempio avremo:

$$R_f = \frac{0,004 \times 0,75 - 0,0025 \times 0,25}{0,75 - 0,25} = 0,00475.$$

Convertiamo ora il tasso appena ottenuto, che ricordiamo essere annuale, in semestrale:

$$R_2 = 2 \times \left(e^{\frac{0,00475}{2}} - 1 \right) = 0,004755645.$$

La prima riga della tabella che segue mostra il flusso di cassa variabile al tasso stabilito 3 mesi prima pari allo 0,15%.

La seconda riga mostra il flusso di cassa che verrà scambiato fra 9 mesi assumendo che i tassi forward si realizzeranno e i cui dati abbiamo calcolato poco sopra.

Nella terza riga, allo stesso modo, si mostra il flusso di cassa che verrà scambiato fra 15 mesi nell'ipotesi che i tassi forward si realizzeranno.

Il fattore di attualizzazione sarà lo stesso calcolato nell'esempio precedente. La somma dei differenziali fra l'incasso fisso e il variabile di ogni periodo, opportunamente attualizzati, definisce il valore dello swap.

Periodo	LIBOR	Tasso Forward	Tasso Forward convertito	Incasso fisso	Variabile pagato	Differenz.	Differenz. attualizzato
0,25	0,0025			1.000.000 €	-75.000€	925.000€	924.422,0554€
0,75	0,004	0,00475	0,0047556	1.000.000 €	-237.780€	762.220€	761.991,6766€
1,25	0,0055	0,00775	0,0077650	1.000.000 €	-388.250€	611.750€	607.558,6426€
							2.293.972,3746€

La somma dei differenziali dà come valore dello swap 2.293.972,3746€, che, accettando una piccola differenza dovuta alle varie approssimazioni eseguite, è il valore che avevamo precedentemente trovato valutando lo swap come una obbligazione.

1.4 Altre tipologie di Swap

Un'altra tipologia di swap molto comune è lo "swap su valute" (*currency swap*). Generalmente comporta lo scambio del capitale, con relativi interessi a tasso fisso, di un prestito denominato in una valuta, contro il capitale, e relativi interessi a tasso fisso, di un prestito denominato in un'altra valuta. Il capitale deve essere definito per ciascuna delle due valute. Come si può notare i tassi di interesse sono fissi in tutte e due le valute perciò si tratta di uno swap "fisso-contro-fisso". La sottoscrizione di un currency swap ha generalmente i seguenti obiettivi:

- Copertura contro il rischio di cambio
- Modificare una passività/attività trasformando la denominazione della valuta

In questa categoria di swap rientrano anche gli swap di liquidità delle banche centrali, operazioni utilizzate prevalentemente dalla Fed⁴, che mettono a disposizione di altri sistemi istituzionali con una moneta unica riserve di liquidità che possono essere utilizzate per finanziare istituti di credito o imprese. L'altro sistema istituzionale di contro deposita denaro presso la Fed che utilizza come garanzia.

Queste sono solo alcune delle possibilità che il mercato degli swap offre, e andare a vederli nel dettaglio richiederebbe troppo tempo. Basti sapere che l'elenco non finisce qua e in questo campo non esistono limiti alle "invenzioni". Quelli che a noi interessano maggiormente e che andremo a trattare sono comunque gli Interest Rate Swap.

⁴ La Fed è la Federal Reserve System, la banca centrale degli Stati Uniti d'America. Essa è composta di 3 parti:

- 12 Distretti federali: banche regionali che hanno una funzione di compensazione e vigilanza;
- Consiglio della riserva federale: è composta da 7 membri (6 consiglieri + il governatore) e ha il compito di definire la politica monetaria;
- Federal Open Market Committee (FOMC): comitato composto da 12 membri (7 membri del consiglio della riserva federale + 5 presidenti dei distretti federali a rotazione annuale sui 12). Si riunisce 8 volte all'anno. Al FOMC vengono prese le decisioni di politica monetaria in termini di livello di tassi di interesse.

Capitolo 2: La normativa in Italia e in Europa e le sentenze

L'innovazione finanziaria degli ultimi decenni ha portato a una crescita della varietà e della complessità dei contratti derivati: alcune operazioni possono combinare più contratti derivati sottostanti, andando ad ampliare il ventaglio di possibilità e contestualmente anche la difficoltà della valutazione dei suddetti. Per chi non ha le competenze necessarie nonché gli strumenti adeguati per valutare e sottoscrivere questi contratti, l'assunzione di rischi può essere anche inconsapevole. Non è raro infatti che l'assunzione di questi rischi sia causato da una prospettiva di guadagno nel breve periodo, a discapito dei quali non si valutano le prospettive e i rischi che si vanno a sopportare nel lungo periodo.

L'utilizzo degli strumenti derivati nell'ambito della gestione del debito degli Enti territoriali è stata oggetto, negli ultimi vent'anni, di una ragguardevole produzione normativa. Inizialmente questa evoluzione si era soffermata sull'obiettivo di proteggere dal rischio di cambio tutti quegli Enti che decidevano di indebitarsi in una valuta diversa da quella locale. Successivamente, per permettere agli Enti di gestire il proprio debito in maniera più flessibile ed efficiente, è stata ampliata la facoltà di ricorso all'utilizzo degli strumenti derivati. Gli strumenti derivati, avendo una caratteristica di flessibilità relativamente al loro utilizzo e scopo, sono molto utili per raggiungere l'obiettivo della efficienza: attraverso l'utilizzo di questi strumenti è possibile infatti realizzare una strategia per modificare i flussi relativi ai pagamenti degli interessi dei debiti contratti e perciò rendere più conveniente il debito riducendo il costo del finanziamento tramite o una ridefinizione dei profili di rischio o una riduzione della spesa per gli interessi.

Il gestore del debito si trova infatti come prima scelta da affrontare quella fra l'indebitamento a tasso fisso e a tasso variabile. Nel caso scelga la prima il debitore va a privilegiare il fattore rischio, avendo una certezza sui flussi da pagare e non esponendosi alla volatilità dei tassi di interesse. La scelta del tasso variabile comporta invece un risparmio in termini di spesa per interessi ma espone maggiormente al rischio di un rialzo dei tassi di interesse.

Alcune tipologie di strumenti derivati permettono, in presenza di una variazione dei tassi di interesse, di modificare la combinazione scelta in precedenza senza dover sostenere il costo di una rinegoziazione del debito originario, che in taluni casi è addirittura impraticabile come opzione.

Questi strumenti, proposti dagli istituti finanziari alle persone addette all'area finanziaria dell'Ente risultavano inizialmente molto attraenti dal momento in cui lo swap proposto garantiva un iniziale flusso di cassa positivo (il cosiddetto up-front⁵). L'incasso di questo flusso positivo poteva talvolta essere ingannevole dal momento in cui i successivi flussi di cassa risultavano negativi. Questo fatto però non veniva preso in considerazione dagli Enti principalmente per due motivi:

- 1- Incassare nell'immediato un flusso di cassa positivo per gli enti era molto attraente dal momento in cui permetteva di non sfiorare il patto di Stabilità⁶;
- 2- Gli effetti negativi, palesandosi in un tempo futuro, sarebbero stati un problema delle amministrazioni future, non di quella attuale.

Le norme sui derivati, che nel corso degli anni hanno subito molte modifiche, miravano alla delimitazione del perimetro di azione degli enti locali attraverso una selezione delle operazioni in strumenti derivati. La ratio era molto semplice: solo le tipologie più semplici di operazioni sono coerenti con una politica di gestione del debito che mira alla protezione dell'esposizione ai rischi finanziari o al contenimento del costo atteso del debito.

Il quadro normativo che concerne l'utilizzo degli strumenti derivati da parte degli enti locali e territoriali si è evoluto seguendo una duplice prospettiva: se da una parte si è osservato, come detto, un utilizzo improprio di questi strumenti che hanno portato ad un aumento sconsiderato del rischio se paragonato al beneficio ottenuto dalla contestuale diminuzione dei costi, dall'altra l'evoluzione dei mercati sembra non essere stata presa con consapevolezza dagli Enti, basti pensare al crollo dei tassi di interesse avvenuto con lo scoppio della crisi che non è stato preso in considerazione dai Comuni i quali, come vedremo, sono stati convinti a stipulare swap assolutamente poco convenienti alla luce dell'andamento dei tassi. Perciò l'obiettivo della normativa è sempre stato quello di promuovere la trasparenza dei contratti sottoscritti nonché di aumentare la consapevolezza delle Amministrazioni Pubbliche.

In questo capitolo l'obiettivo è quello di andare a ripercorrere l'evoluzione della normativa in Italia, con uno sguardo finale anche all'Europa, dove da alcuni anni,

⁵ Vedi capitolo 1.

⁶ Accordo comunitario stipulato nel 1997 che vincola i Paesi della zona euro al rispetto, pena sanzioni, di determinati vincoli di bilancio statale, come ad esempio mantenere il rapporto deficit/PIL ad un livello inferiore al 3% e il rapporto debito pubblico/PIL inferiore al 60%. Ogni Paese, per rispettare tali prescrizioni, deve controllare pertanto l'indebitamento netto degli Enti Territoriali. Come ben noto, l'Italia non è riuscita e non riesce ancora oggi a rispettare tali vincoli, vedendosi di conseguenza limitare le risorse disponibili per gli investimenti.

vista anche la ormai non più recente crisi economica nella quale riversiamo, vi è un tentativo di armonizzare i mercati, anche quelli over the counter.

Fatto questo, si andrà a vedere una panoramica di come la giurisprudenza si è espressa nei principali casi di contrasto fra le istituzioni finanziarie e i clienti ai quali erano stati sottoposti contratti swap.

2.1 Il D.M. 5 luglio 420/1996 e lo swap come copertura di rischio di cambio

La prima linea guida tracciata per quanto concerne gli swap arriva dal Decreto Ministero del Tesoro numero 420 del 5 luglio 1996. Il Decreto all'art. 2 recita così:

*“**Comma 1.** Per la copertura del rischio di cambio tutti i prestiti in valuta estera devono essere accompagnati, al momento dell'emissione, da una corrispondente operazione di swap. L'operazione di swap dovrà trasformare, per l'emittente, l'obbligazione in valuta in un'obbligazione in lire, senza introdurre elementi di rischio. Il costo di tale operazione, insieme con tutti gli oneri sopportati dall'ente emittente in relazione all'emissione del prestito, ivi compresa la commissione di cui al successivo art. 12, concorre alla determinazione del costo effettivo di cui all'art.5 del decreto-legge n. 287/1996.*

***Comma 2.** L'operazione di swap dovrà essere effettuata da intermediari di provata affidabilità ed esperienza nel settore, con riferimento anche alla valutazione assegnata agli intermediari medesimi dalle maggiori agenzie di rating.”*

Tale norma mira chiaramente ad obbligare a creare una copertura di rischio di cambio nell'eventualità in cui l'Amministrazione Pubblica avesse contratto un debito in valuta estera. In particolare, essa affermava che per ogni prestito acceso in valuta estera era necessario stipulare un contratto swap che trasformasse tale passività in valuta nazionale anziché estera (al tempo vigeva ancora la lira). Al comma 2 viene inoltre specificato come l'operazione dovesse essere effettuata da un intermediario di provata affidabilità con riferimento al rating assegnato dalle agenzie.

2.2 Il Decreto Legislativo n.58 del 24 febbraio 1998

Successivamente nel 1998 è stato emanato il Testo Unico della Finanza (T.U.F.). Esso è contenuto nel Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 ed è considerata la principale fonte normativa nell'ambito finanziario e nella intermediazione finanziaria. L'obiettivo del decreto era quello di realizzare una legislazione semplice in modo tale da fissare i principi generali nella normativa primaria e creare una normativa coerente con quella dei paesi della Unione Europea. Perciò il testo unico

disciplina le interazioni tra i soggetti che operano sul mercato finanziario e i principali aspetti della intermediazione finanziaria.

Di nostro interesse è l'articolo 1 che, ai commi 2, 2bis e 3, classifica i vari strumenti finanziari andando a definire quali possano essere considerati derivati.

Il comma 2 infatti recita:

"2. Per "strumenti finanziari" si intendono:

[...]

d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;

f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione;

g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini;

h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito;

i) contratti finanziari differenziali;

j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a

variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini”

In questo articolo viene così dato una delimitazione a ciò che si intende per strumenti finanziari e, come si può vedere, rientrano tutta una serie di swap connessi ai tassi d'interesse, alle merci nonché alle variabili climatiche, alle tariffe di trasporto e tante altre quantità economiche ufficiali.

Successivamente al comma 3 vengono definiti quali strumenti finanziari possano essere considerati come derivati:

“3. Per "strumenti finanziari derivati" si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere d), e), f), g), h), i) e j), nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera d)”

Gli swap perciò, stando a quanto considerato in quest'ultimo comma, sono considerati strumenti finanziari derivati a tutti gli effetti.

2.3 La Legge Finanziaria 2002 e il Decreto Ministeriale n. 389 dell'1 dicembre 2003

Lo sviluppo della normativa è poi proceduto con la Legge Finanziaria 2002 e il D.M. n. 389 dell'1 dicembre 2003, nel quale viene dato un ruolo definito al Ministero dell'Economia e della Finanza. All'art. 41 comma 1 viene infatti specificato che *“al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di monitorare gli andamenti di finanza pubblica, il Ministero dell'economia e delle finanze coordina l'accesso al mercato dei capitali delle province, dei comuni, delle unioni di comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, di cui all'articolo 2 del testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali, di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n.267, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni. A tal fine i predetti enti comunicano periodicamente allo stesso Ministero i dati relativi alla propria situazione finanziaria.”* Il contenuto e le modalità del coordinamento e dell'invio dei dati viene stabilito dallo stesso Ministero tramite decreto emesso

successivamente. L'articolo poi continua: *“Con lo stesso decreto sono approvate le norme relative all'ammortamento del debito e all'utilizzo degli strumenti derivati da parte dei succitati enti.”*

Al Ministero viene perciò affidata la responsabilità di contenere il costo dell'indebitamento e di monitorare l'andamento della finanza pubblica coordinando l'accesso al mercato dei capitali da parte degli enti pubblici. A questi ultimi è fatto inoltre obbligo di comunicare periodicamente al Ministero stesso i dati relativi alla propria situazione finanziaria.

Al secondo comma si parla dei debiti così detti bullet, cioè i prestiti il cui rimborso avviene in una unica soluzione. Per questi debiti infatti è previsto che, per essere emessi, al momento dell'accensione o emissione venga costituito un fondo di ammortamento del debito o venga stipulato un contratto di swap per l'ammortamento del debito⁷. Leggendo la norma: *“Gli enti di cui al comma 1 possono emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito”*

Il Decreto Ministeriale n. 389 dell'anno successivo integra e completa le disposizioni definite nella Finanziaria dell'anno prima.

L'articolo 1, “Coordinamento dell'accesso ai mercati”, al comma 1 infatti recita: *“Ai sensi dell'articolo 41, comma 1, della legge 28 dicembre 2001, n. 448, le Province, i Comuni, le unioni di Comuni, le Città metropolitane, le Comunità montane e isolate, di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, i consorzi tra enti territoriali e le Regioni comunicano entro il giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre di ogni anno al Ministero dell'economia e delle finanze, Dipartimento del Tesoro («il Dipartimento del Tesoro»), Direzione II, i dati relativi all'utilizzo netto di forme di credito a breve termine presso il sistema bancario, ai mutui accesi con soggetti esterni alla pubblica amministrazione, alle operazioni derivate concluse e ai titoli obbligazionari emessi nonché alle operazioni di cartolarizzazione concluse.”* Vengono così definite le tempistiche di comunicazione da parte degli Enti al Ministero delle Finanze.

⁷ La struttura del finanziamento bullet prevede che il beneficiario paghi unicamente le rate degli interessi ma, allo scadere del piano di ammortamento, deve restituire l'intero importo concesso come finanziamento. La durata del finanziamento è fissata mediamente intorno ai 12 mesi.

La Legge Finanziaria 2002, come detto in precedenza, prevedeva la costituzione di un fondo di ammortamento del debito o alternativamente la conclusione di un contratto swap. Nel D.M. n.389, all'articolo 2 viene specificato che tali fondi, o swap, *“possono essere conclusi soltanto con intermediari contraddistinti da adeguato merito di credito, così come certificato da agenzie di rating riconosciute a livello internazionale.”* Inoltre al secondo comma veniva stabilito come tali somme accantonate nel fondo ammortamento sarebbero potute essere investite solamente in obbligazioni di Enti e Amministrazioni Pubbliche nonché in obbligazioni di società a partecipazione pubblica di stati membri dell'UE.

Il decreto continuava infine con l'articolo 3, nel quale venivano definite le operazioni in strumenti derivati: se al primo comma veniva ribadito quanto previsto dal decreto numero 420 del 5 luglio 1996 del Ministro del Tesoro, sull'obbligo di copertura dell'indebitamento in valuta estera attraverso uno *“swap di tasso di cambio”*, al secondo comma venivano elencate tutta una serie di operazioni derivate consentite.

Infatti: *“In aggiunta alle operazioni di cui al comma 1 del presente articolo e all'articolo 2 del presente decreto, sono inoltre consentite le seguenti operazioni derivate:*

- a) «swap di tasso di interesse» tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi, collegati ai principali parametri del mercato finanziario, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti;*
- b) acquisto di «forward rate agreement»⁸ in cui due parti concordano il tasso di interesse che l'acquirente del forward si impegna a pagare su un capitale stabilito ad una determinata data futura;*
- c) acquisto di «cap»⁹ di tasso di interesse in cui l'acquirente viene garantito da aumenti del tasso di interesse da corrispondere oltre il livello stabilito;*
- d) acquisto di «collar»¹⁰ di tasso di interesse in cui all'acquirente viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di un minimo e un massimo prestabiliti;*
- e) altre operazioni derivate contenenti combinazioni di operazioni di cui ai punti precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa al*

⁸ Vedi capitolo 1.

⁹ Il cap, così come il collar e il floor sono delle interest rate options: opzioni aventi come sottostante e valore di riferimento i tassi di interesse. Il cap è uno strumento utilizzato per coprirsi dal rischio di un rialzo eccessivo dei tassi. Viene infatti stabilito un limite massimo entro cui il tasso di interesse può salire, una volta che questo supera la *“barriera”*, chi ha acquistato il cap pagherebbe solo fino al livello prefissato.

¹⁰ Il collar funziona esattamente al contrario del cap. Se con l'opzione cap l'acquirente punta a coprirsi dal rischio di aumento del tasso di interesse, con il collar il rischio coperto riguarda una diminuzione eccessiva del tasso. Il collar, infine, è la combinazione dei due strumenti sopracitati.

*raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo predefinito;
[...]”*

L'articolo in esame proseguiva poi con il comma 3 in cui si stabiliva che le operazioni derivate sopra menzionate erano consentite solo in presenza di passività effettivamente dovute. Inoltre, al comma 4 veniva ribadito come tali contratti potessero essere conclusi solo con intermediari contraddistinti da adeguato merito creditizio e che fossero certificate da agenzie di rating riconosciute a livello internazionale. Infine, qualora l'importo del valore nominale del totale delle operazioni derivate poste in essere avesse dovuto superare i 100 milioni di euro, l'ente doveva progressivamente tendere a far sì che l'importo nominale delle operazioni stipulate con la singola controparte non superasse il 25% del totale delle operazioni in essere.

In questi due anni quindi si ha avuto una definizione dei compiti del Ministero nonché degli obblighi associati agli enti concernenti le comunicazioni sulle operazioni effettuate. Contestualmente per gli enti si è aperto un ventaglio più ampio di operazioni sui derivati permessi dalla normativa.

In data 24 maggio 2004 il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha emesso una circolare (G.U. del 3 giugno 2004, n. 128) nel quale vengono esplicitati alcuni aspetti interpretativi fondamentali per una corretta applicazione del suddetto regolamento. Dopo aver specificato come *“uno degli obiettivi primari dell'art.41 della legge n.448/2001 e, pertanto, del relativo regolamento di attuazione, consiste nell'assicurare un accesso al mercato dei capitali il più possibile efficace, ordinato e prudente”*, la circolare delinea una serie di linee guida. Per quanto riguarda le somme accantonate per il fondo ammortamento si sottolinea l'importanza del rating nella selezione degli intermediari: *“si sottolinea che la selezione degli emittenti dei suddetti titoli deve essere conforme allo spirito di riduzione del rischio creditizio. Si raccomanda, inoltre, la massima trasparenza, nei contratti, sui criteri con i quali i titoli conferiti al fondo di ammortamento sono selezionati ed eventualmente sostituiti, attribuendo la massima attenzione al rating”*. Vengono successivamente fissati dei limiti oggettivi, secondo una logica di riduzione del rischio di credito per ciò che riguarda la selezione del rating: spiega infatti la circolare: *“in merito al rischio di credito, gli intermediari con i quali è ammesso concludere operazioni derivate devono essere necessariamente dotati di un merito di credito (rating) certificato dalle agenzie di rating riconosciute a livello internazionale,*

attualmente: Standard & Poor's, Moody's e FitchRatings. Nel caso in cui i rating attribuiti dalle agenzie siano difformi tra loro, si deve prendere in considerazione quello più basso. Si ritiene che il "rating adeguato" della controparte non debba essere inferiore a BBB / Baa2 / BBB. Pertanto qualora l'intermediario subisca una riduzione di rating anche di un solo "notch" al di sotto di tale livello minimo, le posizioni accese dovranno essere chiuse al più presto". Viene inoltre fatto obbligo di vincolare la scadenza degli investimenti con la durata del fondo di ammortamento.

Passando all'articolo 3 del decreto del 2003 la circolare specificava come le operazioni ammesse siano esclusivamente quelle stipulate sotto la forma "plain vanilla", andando ad eliminare così qualsiasi forma di opzionalità.

2.4 La Legge n. 296 del 27 dicembre 2006

A regolare la materia è poi intervenuto l'articolo unico della Finanziaria 2007 (legge n. 296 del 27 dicembre 2006) che in parte ribadiva e in parte innovava quanto fin qua detto. Il comma 736 e 737 infatti sono andati ad integrare e rafforzare il quadro normativo che si era andato a delineare con l'articolo 41 della legge n.448 del 2001. Al primo comma citato si conferma che le operazioni di gestione del debito tramite derivati, da parte delle regioni e degli enti, devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato. Tutto ciò può però essere concluso solo in presenza di passività realmente esistenti, assicurandosi il contenimento dei rischi di credito assunti.

Il secondo comma citato va invece ad aggiungere due commi all'articolo 41: il 2-bis attraverso il quale *"i contratti con cui le regioni e gli enti di cui al testo unico di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, pongono in essere le operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e le operazioni in strumenti derivati devono essere trasmessi, a cura degli enti contraenti, al Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento del tesoro. Tale trasmissione, che deve avvenire prima della sottoscrizione dei contratti medesimi, è elemento costitutivo dell'efficacia degli stessi."*, e il 2-ter che delinea l'eventuale sanzione in caso di mancata comunicazione, infatti *"delle operazioni di cui al comma precedente che risultino in violazione alla vigente normativa, viene data comunicazione alla Corte dei conti per l'adozione dei provvedimenti di sua competenza"*.

Viene quindi posta una condizione di efficacia per la stipula dei contratti derivati. Con riferimento alla riduzione del costo finale del debito, un tale giudizio dovrebbe essere dato nella verifica volta ad accertare che la riduzione del debito sia stata

ricercata attraverso una coerente assunzione di rischio, che sia compatibile con la situazione finanziaria dell'ente e in un'ottica di prudenza finanziaria.¹¹

2.5 La Legge n. 244 del 24 dicembre 2007

L'evoluzione normativa continua con la legge Finanziaria 2008 in cui si parla di derivati dal comma 381 al 384. I contratti derivati sottoscritti da Regioni ed Enti Locali, sono informati alla massima trasparenza. Vengono anche definite le modalità di redazione dei contratti. Il comma 382 recita infatti: *"I contratti di cui al comma 381 devono recare le informazioni ed essere redatti secondo le indicazioni specificate in un decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, da emanare sentite la CONSOB e la Banca d'Italia. Il Ministero dell'economia e delle finanze verifica la conformità dei contratti al decreto."*

Deve esserci inoltre l'attestazione espressa da parte degli enti sottoscrittori di essere a conoscenza dei rischi e delle caratteristiche degli strumenti finanziari utilizzati evidenziandoli in una apposita nota allegata al bilancio.

Queste disposizioni rappresentano elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti. Nel caso dovessero venire violate il comma 384 prevede che il tutto venga comunicato alla Corte dei Conti per l'adozione di provvedimenti di competenza.

In tal proposito è interessante tenere conto dell'indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche Amministrazioni, effettuata dalla 6° commissione del Senato. In tale documento venivano individuate tre criticità nell'utilizzo degli strumenti derivati da parte delle Amministrazioni Locali che erano fonte dei numerosi contenziosi che vedevano contrapposti gli enti con gli intermediari finanziari:

- Una elevata complessità dei contratti. Essendo degli strumenti molto complessi, per valutare la convenienza e i relativi profili di rischio è necessario un livello sufficientemente elevato di competenze di natura finanziaria.
- Opacità contabile. La rappresentazione nei bilanci dei contratti derivati è opaca. Gli oneri futuri da sostenere non sono registrati nei bilanci pubblici, ma devono essere allegati in una nota informativa in cui vengono evidenziati insieme agli impegni finanziari. La conseguenza è che l'ente potrà utilizzare gli strumenti finanziari per migliorare il bilancio attuale a discapito degli esercizi

¹¹FONTE G. DE MARCO, *Il quadro normativo, in Gli strumenti finanziari derivati negli enti locali. Aspetti contrattuali, contabili e profili di responsabilità*, a cura di M. ATELLI, Milano, 2008, p. 14.

futuri in cui troveranno rappresentanza gli oneri di rimborso del debito. Ne va a risentire particolarmente la trasparenza dei conti pubblici.

- Possibilità di un utilizzo improprio. I contratti derivati possono essere impropriamente utilizzati per reperire risorse finanziarie, andando così a superare il limite definito dalla normativa secondo il quale la loro unica funzione doveva essere di copertura del rischio. Se il contratto prevede che l'ente riceva un flusso netto in entrata iniziale e negli anni successivi un flusso netto in uscita questo sarebbe a tutti gli effetti un finanziamento.

2.6 La Legge n.133 del 6 agosto 2008: il divieto dei contratti derivati

Con il D.lg n.112 del 25 maggio 2008, convertito poi nella Legge n.133 del 6 agosto dello stesso anno, si ha una svolta importante nell'utilizzo dei derivati.

L'articolo 62 recitava: "Ai fini della tutela dell'unità economica della Repubblica e nel rispetto dei principi di coordinamento della finanza pubblica previsti agli articoli 119 e 120 della Costituzione, alle regioni, alle province autonome di Trento e Bolzano e agli enti locali è fatto divieto di stipulare fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 2, e comunque per il periodo di un anno decorrente dalla data di entrata in vigore del presente decreto, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti all'articolo 1, comma 3, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, [...] Per gli enti di cui al presente comma, è esclusa la possibilità di emettere titoli obbligazionari o altre passività con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza."

Continuava poi al comma 2: "Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa, con regolamento da emanarsi ai sensi dell'articolo 17, comma 3, della legge 23 agosto 1988, n. 400, individua la tipologia dei contratti relativi a strumenti finanziari derivati che i soggetti di cui al comma 1 possono stipulare e stabilisce i criteri e le condizioni per la conclusione delle relative operazioni."

Come si può leggere viene fatto divieto per gli enti di stipulare contratti relativi a strumenti finanziari derivati sino all'entrata in vigore del regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze e, comunque, per il periodo di un anno dalla data di entrata in vigore della legge. Da notare anche l'introduzione dell'obbligo di emettere titoli obbligazionari esclusivamente con rimborso tramite piano di ammortamento: non sono più ammessi perciò titoli cosiddetti bullet.

Tempo neanche un anno e la legge Finanziaria del 2009 (legge n.203 del 22 dicembre 2008) all'articolo 3 comma 1 sostituisce l'articolo 62 sopracitato cambiandone la formulazione.

L'articolo si apre con una affermazione di principio secondo il quale si istituisce che le disposizioni che seguono costituiscono principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica ed hanno il fine di assicurare la tutela dell'unità economica della Repubblica ai sensi degli articoli 117, co. 2°, lettera e), e co. 3°, 119 co. 2°, e 120 della Costituzione. Al comma 2 viene ribadito l'assoluto divieto di emettere titoli obbligazionari bullet. Al comma successivo invece si torna a consentire l'utilizzo degli strumenti derivati ma con una serie di cautele attraverso le quali individuare le tipologie dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati che gli enti possono concludere nonché le informazioni che questi devono contenere.

La normativa sembra mostrare un po' di confusione da parte del Legislatore, a conferma di quanto l'argomento dei derivati sia molto delicato e disciplinarlo molto complicato. Se prima il divieto era stato messo in via precauzionale per cercare di limitare l'utilizzo improprio di questo strumento da parte di Enti poco qualificati, reintrodurre la possibilità di utilizzarli ma con le dovute cautele dimostra come questi strumenti continuano ad essere, se usati nel modo giusto, una buona fonte di copertura di rischio per gli Enti.

Il comma 4 evidenzia un concetto già ribadito nelle normative precedenti secondo il quale il soggetto competente alla sottoscrizione del contratto attesta tramite un documento scritto di essere a conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi. Continua poi il comma 5 definendo i casi di nullità: *"Il contratto relativo a strumenti finanziari derivati o il contratto di finanziamento che include una componente derivata, stipulato dagli enti di cui al comma 2 in violazione delle disposizioni previste dal regolamento emanato in attuazione del comma 3 o privo dell'attestazione di cui al comma 4, è nullo. La nullità può essere fatta valere solo dall'ente."*

Al comma 6 continua a venir fatto divieto, *"fino all'entrata in vigore del decreto di cui al comma 3, e comunque per il periodo minimo di un anno decorrente dalla data di entrata in vigore del presente decreto"*, di stipulare contratti relativi agli strumenti finanziari derivati.

Da evidenziare il comma 8 che afferma che: *"Gli enti di cui al comma 2 (NB. Le regioni, le province autonome di Trento e di Bolzano e gli enti locali) allegano al bilancio di previsione e al bilancio consuntivo una nota informativa che evidenzi gli oneri e gli impegni finanziari, rispettivamente stimati e sostenuti, derivanti da*

contratti relativi a strumenti finanziari derivati o da contratti di finanziamento che includono una componente derivata.” Una disposizione molto importante è quella che dispone testualmente che le somme ricevute dagli enti a titolo di upfront vanno considerate indebitamento a tutti gli effetti.

Infine è importante segnalare il decimo comma nel quale vengono abrogate tutta una serie di disposizioni discusse anche in precedenza: *“Sono abrogati l'articolo 41, comma 2, primo periodo, della legge 28 dicembre 2001, n. 448, nonché l'articolo 1, commi 381, 382, 383 e 384, della legge 24 dicembre 2007, n. 244.”*

Un dato interessante è che nel 2010, due anni dopo l'entrata in vigore della normativa, erano quasi 200 gli enti locali e territoriali che avevano chiuso swap e altri contratti su un debito sottostante di oltre 3 miliardi. Fra questi, erano stati soprattutto i comuni ad imboccare la via d'uscita sia per contratti giunti a scadenza sia per una estinzione anticipata.

2.7 Legge di Stabilità 2014

La legge n.147 del 2013, meglio nota come Legge di Stabilità, è andata a modificare a distanza di anni l'articolo 62 della legge 6 agosto 2008. Il comma 572 dell'articolo 1 infatti va ad apportare una serie di cambiamenti proseguendo comunque il solco cominciato ormai 5 anni prima. Innanzitutto viene aggiunto il divieto per le regioni, le province autonome di Trento e Bolzano e per gli enti oltre che, come già stabilito, di emettere titoli obbligazionari di tipo bullet, anche altri titoli obbligazionari o altre passività in valuta estera.

Il comma 3 viene totalmente sostituito nonché vengono aggiunti il comma 3-bis, 3-ter e 3-quater.

Agli enti di cui al comma 2 dell'articolo 62 viene fatto divieto di:

- 1) stipulare contratti relativi agli strumenti finanziari derivati;
- 2) procedere alla rinegoziazione di contratti derivati già in essere all'entrata in vigore della disposizione
- 3) stipulare contratti di finanziamento che prevedano componenti derivate.

Da questo divieto il comma 3 bis esclude tutta una serie di casistiche fra cui le estinzioni anticipate totali dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati, la novazione soggettiva senza che vengano modificati i termini o le condizioni finanziarie dei contratti riassegnati o la possibilità di ristrutturazione del contratto derivato nel caso in cui esso sia riferito a una passività che ha subito delle modifiche

solo se sono volti alla trasformazione da tasso fisso a variabile o viceversa, e con la finalità di mantenere la corrispondenza fra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura¹².

Il comma 3-ter esclude dal divieto di cui al comma 3 la facoltà per gli enti di procedere alla cancellazione, dai contratti derivati esistenti, di eventuali clausole di risoluzione anticipata e, ex comma 3-quater, di procedere alla cancellazione, sempre dai contratti derivati esistenti, di componenti opzionali diverse dalla opzione cap di cui gli enti siano stati acquirenti.

Per effetto del susseguirsi delle norme il D.M. 389/2003 è stata del tutto rimossa dall'ordinamento, così ora l'unico riferimento normativo rimane il citato articolo 62 della legge 133 del 2008, modificato come esplicito dalla Legge di Stabilità 2014.¹³

Tirando le somme, la Legge di Stabilità riduce l'attività in derivati ammessa lasciando comunque un ampio novero di modalità che consenta di intervenire sui derivati già presenti in portafoglio. Pur lasciando qualche dubbio, viene chiarito come gli enti possano intervenire sui contratti derivati, con quali strumenti e con quali responsabilità in capo ai dirigenti.

2.8 La normativa in Europa

Concluso questo breve percorso sull'evoluzione della normativa in Italia andiamo adesso a vedere in Europa come è stato trattato il delicato argomento degli strumenti derivati andando ad analizzare tre documenti importanti nello sviluppo di questa materia:

- 1 - la Direttiva MifiD;
- 2 - Il Regolamento UE 648/2012;
- 3 - Regolamento UE 600/2014.

¹² Comma 572 della Legge di Stabilità 2014.

¹³ *“Operatività in derivati ristretta per gli enti locali, dopo la Legge di Stabilità 2014. Restano salvi i mutui strutturati ed alcune ipotesi particolari”* Domenico Gaudiello, www.dirittobancario.it.

2.8.1 Direttiva Mifid¹⁴

La direttiva 2004/39/CE sui Mercati di strumenti finanziari, meglio nota come direttiva Mifid, rientra sul piano di azione europeo sugli strumenti finanziari. Alcune delle novità principali introdotte dalla direttiva furono:

- La nuova disciplina della best execution¹⁵, inerente a tutti gli strumenti finanziari, attraverso la quale si deve garantire al cliente il raggiungimento del miglior risultato possibile. L'intermediario dovrà inoltre dimostrare a posteriori il raggiungimento di tale obiettivo;
- L'introduzione di obblighi di trasparenza verso il pubblico nonché di obblighi di comunicazione verso le autorità di competenza pre e post operazione da parte degli intermediari per tutti gli scambi su strumenti finanziari quotati.
- Una nuova classificazione della clientela che dopo andremo a vedere nel dettaglio, volta a disapplicare talune regole per gli intermediari quando essi hanno a che fare con determinate categorie di clienti più qualificate. *“Uno degli obiettivi della presente direttiva è proteggere gli investitori. Le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali e controparti).”*

Per quanto riguarda quest'ultimo punto la MifiD richiede l'individuazione di 3 categorie di clienti:

- Controparte qualificata (eligible counterparty): è un sottoinsieme delle controparti professionali. Si tratta di enti creditizi, imprese di assicurazioni, i Governi nazionali, Banche Centrali e così via.
- Controparte professionale: *“i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari”*. Nell'allegato II della direttiva viene fatto un dettagliato elenco fra cui compaiono i governi nazionali e regionali, gli enti pubblici, altri investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari e le imprese di grandi dimensioni che soddisfino almeno due dei seguenti requisiti: totale di bilancio (20.000.000 Euro); Fatturato Netto (40.000.000 Euro); Fondi propri (2.000.000 Euro).

¹⁴ “Introduzione sulla direttiva MIFID” www.assbb.it.

¹⁵ “La regola della best execution non significa realizzazione delle migliori condizioni in assoluto, bensì l'adozione di metodi e di strumenti che consentono di giustificare, alla luce degli obblighi complessivamente gravanti sugli intermediari, il risultato ottenuto [...]. La disciplina comunitaria della best execution si riferisce sia al servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti sia ai servizi di ricezione e trasmissione di ordini e di gestione dei portafogli, ma con alcune differenze” FONTE: La best execution nella gestione dei patrimoni. Linee guida.

- Cliente retail: è definito come il cliente che non appartiene alla categoria dei clienti professionali (e di conseguenza neanche qualificato).

A seconda della controparte fronteggiata, è richiesta alla Banca un minore o maggiore livello di attenzione a livello informativo, di trasparenza e di comprensione del profilo di rischio. Ovviamente più ci si avvicina alla fascia retail più tutelato è il cliente. Per fare questo è necessario da parte della banca comprendere la reale adeguatezza/appropriatezza del prodotto/servizio offerto in relazione alla clientela con cui ci si confronta. La massima tutela, come detto, è garantita per il cliente retail, i quali hanno diritto di essere portati a conoscenza delle politiche e misure per la loro protezione, la valutazione degli strumenti del loro portafoglio ed i costi connessi ai servizi a loro offerti. Per le altre due categorie la garanzia è chiaramente più bassa, essendo considerati soggetti più competenti e perciò in una posizione di forza maggiore rispetto alla terza categoria.

Il cliente può richiedere il passaggio da una categoria all'altra ma l'operazione non è immediata. Infatti *“spetta al cliente considerato professionale chiedere un livello più elevato di protezione se ritiene di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti. Questo livello maggiore di protezione verrà concesso quando un cliente considerato professionale conclude un accordo scritto con l'impresa di investimento per non essere considerato come cliente professionale ai fini delle norme di comportamento applicabili. Tale accordo dovrebbe precisare quale o quali sono i servizi o le operazioni o il tipo o i tipi di prodotti o operazioni ai quali si applica.”* Per passare dalla categoria di cliente retail a cliente professionale è invece necessario che l'istituto finanziario di riferimento faccia una valutazione di idoneità mentre, per passare a controparte qualificata, il cliente deve confermare di voler essere trattato come tale.

La direttiva esaminata prevedeva inoltre due tipologie di test: quello di adeguatezza e quello di appropriatezza. Per quanto riguarda la prima valutazione essa implica l'acquisizione di informazioni sul cliente finalizzate a definire il livello di conoscenza in materia di investimenti, gli obiettivi dell'investimento e la situazione finanziaria. Un eventuale mancanza di questi dati comporta il divieto per il cliente di accedere a gestioni patrimoniali nonché di ricevere un servizio di consulenza.

La seconda valutazione fa riferimento alla sola esperienza e conoscenza del cliente ed è finalizzata a determinare se il prodotto finanziario richiesto dal cliente sia appropriato cioè se il cliente abbia le dovute conoscenze e competenze per comprendere i rischi che il prodotto viene a comportare.

Leggendo la normativa quindi gli enti pubblici vengono considerati come dei clienti professionali, per i quali è prevista una minor protezione perché considerati più competenti in materia. Questo purtroppo non è spesso corrisposto a verità poiché come si è potuto verificare a posteriori molti contratti stipulati dalle amministrazioni pubbliche si sono rivelati dannosi. Volentieri infatti i responsabili si facevano attrarre dall'iniziale up front che portava all'ente flussi di cassa positivi senza considerare il fatto che negli anni successivi i flussi di cassa dei derivati sarebbero potuti diventare fortemente negativi andando a minare la stabilità degli enti. Spesso infatti venivano anche caricati dei costi impliciti (nell'up front) che andavano ad aumentare il costo del derivato ma che, agli occhi dell'amministrazione, non erano evidenti.

Al tal proposito è interessante notare l'intervento in Italia contenuto nel decreto legislativo n.236 del 2011 "*Definizione e individuazione dei clienti professionali pubblici*" attraverso il quale il legislatore ha cercato di portare una maggiore tutela nei confronti degli enti territoriali.

All'articolo 1 vengono date le definizioni di cliente ("*il soggetto al quale vengono prestati servizi di investimento, accessori o di gestione collettiva*") di cliente professionale ("*il cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di operazioni e di investimenti finanziari e per valutare correttamente i rischi che assume*") e di cliente professionale pubblico (definito all'articolo successivo).

L'articolo 2 del presente decreto definisce come clienti professionali pubblici il Governo e la Banca d'Italia. Successivamente vengono definite le modalità di informazione dell'intermediario nei confronti del cliente e viene data la possibilità di richiedere al prestatore di servizio un trattamento quale cliente al dettaglio concordando così un livello più elevato di protezione, nel caso non sia in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti.

L'articolo 3 infine recita: "*Possono richiedere agli intermediari di essere trattati come clienti professionali le Regioni, le Province autonome di Trento e Bolzano, i soggetti di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, nonche' gli enti pubblici nazionali e regionali, a condizione che i richiedenti soddisfino congiuntamente i seguenti requisiti: a) entrate finali accertate nell'ultimo rendiconto di gestione approvato superiori a 40 milioni di euro; b) aver effettuato operazioni sul mercato finanziario di valore nominale o nozionale complessivo superiore a 100 milioni di euro nel corso del triennio precedente la stipula del contratto; c) presenza in organico di personale addetto alla gestione finanziaria che abbia acquisito adeguate competenze, conoscenze ed esperienza in materia di servizi di*

investimento, ivi compresi quelli di gestione collettiva, e strumenti finanziari.” Viene così data la possibilità agli enti pubblici di richiedere di essere trattati come clienti professionali sotto determinate condizioni. Di particolare importanza è il punto c nel quale viene richiesta la presenza in organico di un addetto alla gestione finanziaria che abbia conseguito le giuste competenze per valutare appropriatamente i rischi e fare le valutazioni adeguate.

Tale comunicazione deve essere fatta dallo stesso cliente per iscritto e deve essere allegata, ex lettera b) del comma 3, una dichiarazione del responsabile della gestione finanziaria attestante il possesso di una adeguata qualificazione personale in materia finanziaria.

2.8.2 Il Regolamento UE 648/2012

Il 4 luglio 2012 il Parlamento Europeo e il Consiglio dell'Unione Europea hanno varato il Regolamento “sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni”.

Il Regolamento, altresì chiamato EMIR, delinea una cornice comune nell'ambito europeo per quanto concerne il regolamento del mercato dei derivati negoziati Over the Counter, con lo scopo di diminuire i rischi ad essi connessi, imponendo agli operatori nuovi obblighi. L'articolo 1 definisce chiaramente i contenuti che seguono: *“Il presente regolamento fissa obblighi di compensazione e di gestione del rischio bilaterale per i contratti derivati over-the-counter («OTC»), obblighi di segnalazione per i contratti derivati e obblighi uniformi per l'esercizio delle attività delle controparti centrali («CCP») e dei repertori di dati sulle negoziazioni.”* Tutto questo perché, come segnalato al punto 4, *“I derivati negoziati fuori borsa («contratti derivati OTC») mancano di trasparenza, dato che si tratta di contratti negoziati privatamente e le relative informazioni sono di norma accessibili soltanto alle parti contraenti. Tali contratti creano una complessa rete di interdipendenze che può rendere difficile determinare la natura e il livello dei rischi incorsi. La crisi finanziaria ha dimostrato che queste caratteristiche aumentano l'incertezza nei periodi di tensione sui mercati, creando pertanto rischi per la stabilità finanziaria. Il presente regolamento fissa le condizioni per attenuare tali rischi e migliorare la trasparenza dei contratti derivati.”*

A queste conclusioni si è giunto dopo una serie di analisi eseguite nel corso degli anni a partire, come spiegato nel documento, dal 2009.

Con gli strumenti derivati operano tre tipi di persone, tutte definite nell'articolo 2 del regolamento. Al punto 1 troviamo definiti i soggetti che possono essere definiti come controparti centrali (CCP). Viene infatti detto che una CCP è *“una persona giuridica che si interpone tra le controparti di contratti negoziati su uno o più mercati finanziari agendo come acquirente nei confronti di ciascun venditore e come venditore nei confronti di ciascun acquirente”*. Funge quindi come intermediario nei pagamenti delle controparti.

Al punto 8 è presente invece un elenco di tutte quelle che sono considerate controparti finanziarie dove abbiamo: *“un'impresa di investimento autorizzata ai sensi della direttiva 2004/39/CE, un ente creditizio autorizzato ai sensi della direttiva 2006/48/CE, un'impresa di assicurazione autorizzata ai sensi della direttiva 73/239/CEE, un'impresa di assicurazione autorizzata ai sensi della direttiva 2002/83/CE, un'impresa di riassicurazione autorizzata ai sensi della direttiva 2005/68/CE, un OICVM e, se del caso, la sua società di gestione, autorizzata ai sensi della direttiva 2009/65/CE, un ente pensionistico aziendale o professionale ai sensi dell'articolo 6, lettera a), della direttiva 2003/41/CE e un fondo di investimento alternativo gestito da GEFIA autorizzati o registrati ai sensi della direttiva 2011/61/UE”*.

Infine, il punto 9 definisce come controparte non finanziaria tutti quei soggetti che non sono ricompresi ai punti 1 e 8.

Interessante da considerare anche il punto 3, sempre dell'articolo 2, in cui viene data una definizione al termine compensazione: *“La procedura intesa a determinare le posizioni, tra cui il calcolo delle obbligazioni nette, e ad assicurare la disponibilità degli strumenti finanziari o del contante, o di entrambi, per coprire le esposizioni risultanti dalle posizioni”*.

L'articolo 4 stabilisce l'obbligo di compensazione per tutti quei derivati OTC appartenenti a una categoria di derivati OTC dichiarata soggetta all'obbligo di compensazione in riferimento all'articolo 5 se soddisfano due condizioni: *“sono stati conclusi secondo una delle seguenti modalità:*

- i) tra due controparti finanziarie;*
- ii) tra una controparte finanziaria e una controparte non finanziaria che soddisfa le condizioni di cui all'articolo 10, paragrafo 1, lettera b);*
- [...]*

b) sono stipulati o novati:

- i) a decorrere dalla data di decorrenza dell'obbligo di compensazione; o*

ii) a decorrere dalla data di comunicazione di cui all'articolo 5, paragrafo 1, ma anteriormente alla data di decorrenza dell'obbligo di compensazione se la durata residua dei contratti è superiore alla durata residua minima stabilita dalla Commissione a norma dell'articolo 5, paragrafo 2, lettera c)."

L'articolo 9 disciplina invece l'obbligo di segnalazione da parte delle controparti.

2.8.3 Il Regolamento UE 600/2014

Il Regolamento del 2012 è stato successivamente integrato e modificato dal Regolamento 600 del 2014. Le considerazioni da cui si è partiti sono pressappoco le stesse di quelle del 2012: la crisi finanziaria ha messo in luce la debolezza nella trasparenza dei mercati finanziari. Ed è da una maggiore trasparenza che è necessario partire, andando a definire dei requisiti uniformi relativamente a tutti gli Stati Membri. A questo scopo (rendere i mercati finanziari dell'Unione più trasparenti ed efficienti), il regolamento introduce una nuova categoria di sede di negoziazione: quella di sistema organizzato di negoziazione (OTF), per le obbligazioni, i prodotti finanziari strutturati e gli strumenti derivati.

All'articolo 1 il regolamento recita così: *"Il presente regolamento stabilisce requisiti uniformi in relazione a:*

- a) comunicazione al pubblico di dati sulle negoziazioni;*
 - b) segnalazione delle operazioni alle autorità competenti;*
 - c) negoziazione di strumenti derivati nelle sedi organizzate;*
- [...]*

2. Il presente regolamento si applica alle imprese di investimento autorizzate ai sensi della direttiva 2014/65/UE e agli enti creditizi autorizzati ai sensi della direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio quando prestano servizi di investimento e/o svolgono attività di investimento, nonché ai gestori del mercato, inclusa qualsiasi sede di negoziazione da questi gestita"

Oltre che alle controparti finanziarie, non finanziarie e alle CCP¹⁶, definite nel Regolamento precedentemente analizzato.

Abbiamo detto come l'obiettivo principe sia quello di rafforzare il regime di trasparenza delle negoziazioni ma vengono introdotte anche 3 importanti innovazioni:

¹⁶ Vd. Paragrafo 2.8.2

Le controparti centrali sono quei soggetti che si interpongono tra i due contraenti evitando che questi siano esposti al rischio di inadempimento della propria controparte contrattuale e garantendo il buon fine della operazione. Fonte: www.bancaditalia.it

1. Vengono per la prima volta contenute misure specifiche in tema di prodotti finanziari: di particolare interesse sono le disposizioni che mirano a ridurre il rischio che i prodotti finanziari emessi/collocati non siano adeguati al cliente finale. Le imprese di investimento devono realizzare prodotti che rispondano alle esigenze di un determinato target di clientela e adottare delle misure ragionevoli per far sì che lo strumento in questione venga distribuito al target così identificato.
2. Si definiscono le caratteristiche del servizio di consulenza indipendente. Le imprese di investimento che offrono il servizio di consulenza devono comunicare al cliente se la consulenza è fornita su base indipendente oppure no e se forniranno al cliente una valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti raccomandati. Nel caso la consulenza fosse indipendente, dovranno disporre di una proposta di strumenti finanziari diversificata e dovrà effettuare un'ampia analisi di mercato.
3. Si rafforza la normativa sulla valutazione di adeguatezza e sugli obblighi di comunicazione alla clientela.

2.9 La Giurisprudenza

Fatta una panoramica, seppur limitata, dell'evoluzione della normativa sia in ambito italiano che europeo, andiamo adesso a vedere l'orientamento della giurisprudenza. Abbiamo visto a più riprese come la normativa abbia cercato ogni anno di focalizzare l'attenzione sulle competenze necessarie per stipulare un contratto derivato nonché sulla necessità di avere piena disposizione delle informazioni necessarie. Nonostante ciò, spesso gli enti locali sono stati portati a stipulare contratti rivelatisi alla lunga dannosi e che hanno aperto discrepanze fra l'Amministrazione Pubblica e la banca o l'intermediario finanziario.

Andiamo a vedere quindi una serie di sentenze che possono interessarci per capire anche come la giurisprudenza abbia risolto situazioni delicate.

2.9.1 Il Tribunale di Rimini: sentenza del 12 ottobre 2010, n.1523¹⁷

Il Comune di Rimini nel 2008 ha avviato una causa nei confronti di alcuni istituti bancari, per la stipula di tre contratti derivati (precisamente 3 interest rate swap) tra l'anno 2001 e il 2003. L'obiettivo della stipula era quello di perseguire finalità di ammortamento del debito. Come supporto nel definire delle strategie di

¹⁷ www.comune.rimini.it/comune-e-citta/citta/arengo/contratti-derivati

ristrutturazione del debito del Comune, prima di stipulare i derivati lo stesso aveva a suo tempo bandito una gara per l'individuazione di un advisor che svolgesse questo compito. L'istituto bancario vincitore del bando aveva consigliato la stipulazione di 3 contratti derivati fin dall'inizio (con scadenza 2007, 2011 e 2015), con tre diversi istituti di credito. I flussi differenziali registrati dal portafoglio acquisito è risultato complessivamente negativo a sfavore dell'ente.

Il Tribunale nel 2010 diede sentenza favorevole al comune di Rimini in base a una duplice motivazione:

- Ravvisò la nullità dei contratti come effetto della presupposta nullità del contratto quadro di negoziazione¹⁸ a fronte della omessa sottoscrizione del medesimo contratto da parte della banca.
- Ravvisò inoltre la nullità del contratto per l'avvenuta stipulazione dello stesso "fuori sede", cioè fuori dai locali commerciali della banca. L'articolo 30, comma 6 del TUF¹⁹ prevede che il contraente sia informato di poter recedere il contratto entro 7 giorni se sottoscritto fuori sede e, nel caso questo avviso venga omesso, comporta la nullità in ogni caso del contratto. La sentenza effettua però una dovuta precisazione: la negoziazione fuori sede trova applicazione per quei soggetti che non siano considerati "operatori qualificati". Diventa interessante notare perciò come nella sentenza il tribunale abbia affermato espressamente che l'Ente possa considerarsi un "operatore qualificato".

Per effetto della sentenza le banche furono costrette a restituire il saldo negativo dei differenziali che ammontava ad una cifra intorno ai 650mila Euro, interessi esclusi.

2.9.2 Sentenza del Tribunale di Milano, 14 aprile 2011, n.5118

Particolarmente interessante è una sentenza del Tribunale di Milano emessa nell'aprile 2011.

¹⁸ Contratto standard la cui sottoscrizione, in forma scritta, è imposta dalla legge prima ancora che vengano sottoscritti i contratti derivati.

¹⁹ Articolo 30, comma 6 TUF: *"L'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede è sospesa per la durata di sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione da parte dell'investitore. Entro detto termine l'investitore può comunicare il proprio recesso senza spese né corrispettivo al consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede o al soggetto abilitato; tale facoltà è indicata nei moduli o formulari consegnati all'investitore. Ferma restando l'applicazione della disciplina di cui al primo e al secondo periodo ai servizi di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, lettere c), c-bis) e d), per i contratti sottoscritti a decorrere dal 1° settembre 2013 la medesima disciplina si applica anche ai servizi di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, lettera a). La medesima disciplina si applica alle proposte contrattuali effettuate fuori sede."*

Quest'ultima afferma infatti come siano da ritenere nulli i contratti di swap, sottoscritti da Enti Pubblici, che alla data della sottoscrizione presentino un valore di mercato (Mark to Market) negativo e ciò non sia controbilanciato mediante l'erogazione della banca di un corrispondente premio di liquidità (up front). Spieghiamolo meglio: se il valore dello swap viene calcolato attualizzando al momento della stipula i flussi di cassa previsti dallo stesso. Se questi risultano essere negativi, lo swap ha valore negativo e risulterebbe sfavorevole all'Ente, dal momento in cui fin dall'inizio saprebbe di stipulare un derivato che porterebbe a una perdita. Per compensare il valore negativo iniziale solitamente la controparte finanziaria paga un premio di liquidità corrispondente a tale valore negativo (chiamato appunto upfront).

Dal contenzioso sono emersi una serie di problematiche in atto fra Enti locali e finanza derivata: l'esistenza e legittimità delle commissioni "implicite" bancarie, la loro omessa informazione al cliente, la realizzazione di operazioni speculative e non già di copertura dei rischi di variazione dei tassi di interesse, la non veridicità dell'attestazione del vincolo della convenienza economica a cui devono attenersi gli Enti locali nell'intraprendere tali operazioni. La complessità delle operazioni, l'asimmetria informativa nonché le carenti competenze vanno a determinare un deficit informativo in capo alla clientela.

Vediamo però come si è sviluppato il caso oggetto della sentenza e a che conclusioni ha portato. Il Comune aveva, tramite un dirigente preposto, sottoscritto con la Banca un contratto quadro con oggetto la successiva conclusione di contratti in strumenti derivati; allo stesso tempo il Dirigente aveva attestato tramite una propria dichiarazione che il Comune era da ritenersi un "operatore qualificato" con la conseguenza di privarlo di tutta una serie di tutele e garanzie. L'acquisto dei derivati riguardava tre collar swap, con la finalità di ristrutturare i mutui già in essere.

Il Comune, come detto, lamentava la nullità dei contratti perché a suo dire dovevano essere strutturati con un valore iniziale pari a zero, mentre nella realtà dei fatti già alla stipula presentavano un valore fortemente negativo, non adeguatamente compensato da un premio di liquidità.

Il Tribunale diede ragione al Comune affermando che è la normazione secondaria (allegato 3 al Regolamento Consob n.11522/1998 all'epoca vigente) a precisare che, alla stipula del contratto, il valore di uno *swap* debba essere sempre nullo, potendo poi variare in senso negativo o positivo, a seconda di come si muova il parametro a cui è collegato il contratto. Inoltre le clausole implicite avrebbero dovuto avere

adeguata trasparenza. Lo squilibrio iniziale dei contratti andava perciò a snaturare la funzione causale dello strumento derivato, trasformandolo in uno strumento dalla funzione speculativa per la banca. Da ciò la nullità del contratto con la restituzione delle somme versate nonché un risarcimento a favore del Comune.

2.9.3 Sentenza del Tribunale di Verona n. 2660 del 2012 e Sentenza del tribunale di Orvieto²⁰

La validità del contratto per la presenza di costi impliciti è stata argomento di discussione in molte sentenze. Di particolare interesse, nonostante il contenzioso non riguardasse una banca e un ente pubblico ma una banca e un privato, è la sentenza n. 2660/2012 emessa dalla IV^a sezione civile del Tribunale di Verona che va in controtendenza con quanto analizzato nella sentenza precedente. Essa si segnala per una presa di posizione indubbiamente favorevole alla diffusa prassi bancaria di negoziare prodotti swap che, fin dal momento della stipula, comportino l'addebito di un costo occulto a carico dei clienti. Il soggetto interessato era una azienda veneta che nel giro di quattro anni aveva stipulato sei contratti derivati tutti con la funzione di copertura verso il rischio di aumento dei tassi di interesse. Il cliente della banca aveva lamentato di non essere stato messo al corrente dell'esistenza di tale costo al momento della negoziazione di ciascun contratto e su tale presunta omissione aveva fondato la sua domanda di annullamento del contratto. Come già detto, nel contenzioso in materia di derivati non è affatto raro trovare clienti possessori di contratti swap che contestino agli istituti bancari di aver incamerato un costo implicito che avrebbe generato uno squilibrio finanziario positivo a favore dell'istituto. Il Tribunale di Verona però sentenziò che *“Nei contratti di swap, il margine lordo a favore della banca non è di per sé segno di una patologia dell'operazione, a meno che l'importo di esso sia eccessivo e comporti uno sbilanciamento dell'operazione in danno del cliente”*. Secondo il Tribunale perciò solo un eccessivo squilibrio di questo margine lordo poteva portare alla richiesta di annullamento del contratto.

Andiamo adesso ad analizzare un'ulteriore sentenza, stavolta emessa dal Tribunale di Orvieto (provvedimento depositato il 12 aprile 2012). La sentenza mosse da una

²⁰ www.derivati.info/la-carenza-di-una-causa-concreta-rende-nullo-il-contratto-di-swap/

preliminare definizione concettuale delle operazioni *IRS*, descritte come contratti che prevedono *“lo scambio a termine di flussi di cassa calcolati con modalità prestabilite, secondo un sistema che permette di diminuire il rischio connesso alla fluttuazione dei tassi di interesse ed in cui i reciproci pagamenti previsti sono ancorati a tassi di interesse differenti e predefiniti, applicati ad un capitale nozionale di riferimento”*.

Perché sia garantito un sano equilibrio tra le posizioni dei due contraenti, è stato ritenuto indispensabile che lo scambio di flussi legato al differenziale tra i due rispettivi tassi di interesse, al momento della stipula dell'operazione, **sia pari a zero**, *“altrimenti il contratto partirà squilibrato a favore di uno dei due contraenti, evidenziando una possibile patologia della fattispecie negoziale”*.

Viene perciò censurato quel comportamento degli istituti bancari consistente nell'occultare una situazione di *mark to market* negativo per il cliente già al momento della stipula dello *swap*.

La riflessione posta dal tribunale è perciò questa: non può avere senso per un cliente (soprattutto se Ente Pubblico) l'acquisto di un prodotto *swap* che presenti, già al momento della sua sottoscrizione, un flusso di cassa negativo in quanto, in tali casi, ciò che viene a mancare è la stessa causa concreta²¹ del contratto di *swap*, ossia lo *“scopo pratico del negozio”*. Affinché vi sia una legittimità dovrebbe venire corrisposto un *up front* congruo a favore del cliente.

2.9.4 La sentenza n. 3459 del 18 settembre 2013 della Corte d'Appello di Milano

Nel 2013 i giudici della Corte d'Appello di Milano definirono, tramite sentenza, il derivato *Over the Counter* come una scommessa legalmente autorizzata.

La controversia era nata tra il 2004 e il 2005 e vedeva contrapposti la Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza e una piccola azienda di gommisti del pavese. In

²¹ La causa è uno degli elementi essenziali del contratto previsti dall'articolo 1325 del Codice Civile. L'assenza di una definizione codicistica della causa contrattuale a spinto parte della dottrina a volgere lo sguardo alla Relazione al Codice Civile che ha provveduto a definirla come *“funzione economico sociale”*. Una recente sentenza pronunciata, a sezioni unite, dalla Suprema Corte di Cassazione, ha offerto importanti spunti in tema di causa del contratto: *“Sono molti i casi in cui la Corte, dichiaratamente o meno, ha lasciato da parte la teorica della funzione economico sociale del contratto e si è impegnata nell'analisi dell'interesse concretamente perseguito dalle parti nel caso di specie, cioè della ragione pratica dell'affare”*. (Suprema Corte di Cassazione, Sezioni Unite, Sentenza n. 4628 del 6 marzo 2015). Questa posizione aderisce alla cosiddetta *“teorica della causa concreta”* che fu inaugurata dalla sentenza della Cassazione n.10490 del 2006 quando ammise la nullità del contratto per mancanza di causa concreta. Venne offerta infatti una nuova definizione di causa: *“lo scopo pratico del negozio, la sintesi, cioè, degli interessi che lo stesso è concretamente diretto a realizzare (c.d. **causa concreta**), quale **funzione individuale** della singola e specifica negoziazione, al di là del modello astratto utilizzato”*

Fonte: www.filodiritto.com.

primo grado la piccola azienda era riuscita a far valere la responsabilità precontrattuale della banca per violazione degli obblighi informativi. L'istituto creditizio aveva così impugnato la sentenza dinanzi alla corte d'appello di Milano. Quest'ultima però rincarò la dose dichiarando la nullità dei contratti IRS sottoscritti. Questa sentenza, pur movendo, dall'affermazione della centralità della causa nel negozio di *swap*, si distingue per la chiarezza espressiva nel codificare alcuni concetti importanti.

Un primo importante principio individuato dalla Corte attiene alla individuazione dei doveri che spettano ai soggetti intermediari nella negoziazione dei contratti derivati over the counter. Secondo la Corte meneghina, *“l'intermediario, allorché negozia un interest rate swap, deve prestare una specifica consulenza al cliente [...], sul solo presupposto che la natura stessa dello strumento finanziario richiede che nella definizione dei contenuti – e quindi delle condizioni dell'alea – l'intermediario si raffiguri il miglior interesse del cliente, del tutto irrilevante restando il motivo che lo abbia indotto a contrattare”*. Le banche hanno quindi il preciso dovere di prefigurarsi sempre il miglior interesse per il cliente senza limitarsi a rilasciare una consulenza in termini generici ed astratti. Interessante poi è la definizione di derivato data dalla Corte secondo la quale asserisce che il derivato è *“un contratto rientrante nella categoria della scommessa legalmente autorizzata la cui causa, ritenuta meritevole dal legislatore dell'intermediazione finanziaria, risiede nella consapevole e razionale creazione di alee che, nei derivati cd. simmetrici, sono reciproche e bilaterali”*.

Essendo quindi una scommessa legalizzata, l'alea assunta dai giocatori coinvolti nella scommessa deve avere due caratteristiche ben precise: deve essere razionale e consapevole. Per essere consapevole ogni soggetto che sottoscrive uno swap deve essere messo al corrente fin dal momento dell'acquisto del prodotto di alcuni elementi essenziali che danno sostanza alla consapevolezza del rischio da questi assunto: il valore dello swap al momento della negoziazione, gli scenari di probabilità e le modalità di calcolo del mark to market. Tutti questi elementi devono essere resi noti dall'intermediario il quale non può sicuramente tirarsi fuori. Giudici milanesi hanno affermato che *“tutti gli elementi dell'alea e gli scenari che da essa derivano costituiscono ed integrano la causa stessa del contratto, perché appartengono alla “causa tipica” del negozio [...] In difetto di tali elementi il contratto deve ritenersi nullo per difetto di causa”*.

2.9.5 Il Tribunale di Torino e la nullità del contratto²²

Una sentenza del tribunale di Torino prosegue sulla via tracciata dal tribunale di Milano. La definizione di swap fornita dalla sentenza fu la seguente: *un contratto nominato ma atipico in quanto privo di disciplina legislativa (ovvero solo socialmente tipico), a termine, consensuale, oneroso e aleatorio*” la cui funzione economica consiste *“nella copertura di un rischio mediante un contratto aleatorio con la finalità di depotenziare le incertezze connesse ai costi dei finanziamenti oppure, in assenza di un rischio da cui cautelarsi, in una sorta di scommessa che due operatori contraggono in ordine all’andamento futuro dei tassi d’interesse”*.

A quanto dice il tribunale torinese quindi il contratto di swap deve avere delle caratteristiche ben precise, affinché possa essere considerato a norma di legge:

- non deve porre costi impliciti a carico del cliente;
- non deve avere un mark to market negativo all’inizio dell’operazione ovvero, nel caso di mark to market negativo la banca deve comunque versare un up front di corrispondente importo;
- deve presentare un’alea ben comprensibile dal cliente.

Una novità, rispetto alla sentenza milanese, la troviamo nella ricerca della causa concreta. È essenziale infatti per il tribunale di Torino compiere una accurata ricerca volta ad individuare la causa concreta ossia il risultato economico voluto dalle parti. Infatti *“la causa quale elemento essenziale del contratto non deve essere intesa come mera ed astratta funzione economico sociale del negozio bensì come sintesi degli interessi reali che il contratto è diretto a realizzare e cioè come funzione individuale del singolo, specifico contratto, a prescindere dal singolo stereotipo contrattuale astratto”*.

La giurisprudenza sul tema è continuata e non sono mancate sentenze anche nell’ultimo anno. Con la recente sentenza datata 22 aprile 2016, con soggetto gli interest rate swap, è stata data nuova linfa a quell’orientamento che negli ultimi anni aveva fatto leva sul concetto di causa concreta²³ del negozio per stabilire la nullità contrattuale di questa tipologia di contratto.

La pronuncia in questione trae vita dalla vicenda di un mutuo a tasso variabile agganciato all’indice Euribor semestrale che era stato negoziato dall’acquirente di un immobile e il cui istituto bancario mutuante al momento dell’erogazione del

²² www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/9949.pdf

²³ Vedi nota 17.

finanziamento aveva venduto un swap collaterale avente scopo di copertura da un eccessivo rialzo dei tassi.

Lo swap in termini pratici prevedeva il pagamento di un tasso di interesse pari al 4.72% e nel mentre l'istituto si impegnava a pagare il tasso Euribor variabile. Il contraente debole aveva accusato delle perdite connesse ai flussi differenziali negativi generati dallo swap per via dei tassi di interesse in costante calo dal 2008 lamentando perciò in giudizio l'assenza di una reale funzione di copertura del rischio da parte del contratto nonché lamentando una scarsa informazione tecnica ricevuta.

In primo grado il Tribunale di Torino aveva sentenziato la nullità del contratto confermando l'effettiva incapacità del contratto ad assolvere a quella funzione di copertura per cui era stato stipulato ravvisando quindi nello stesso negozio la carenza di una causa concreta oltre che alla presenza di commissioni implicite non dichiarate al cliente.

La Corte d'Appello di Torino confermò successivamente la sentenza di primo grado, sposando l'impianto logico-argomentativo precedente, soprattutto per ciò che atteneva alla nozione di causa concreta del contratto.

Sul punto i giudici torinesi hanno spiegato che *“la causa sottostante ad un negozio giuridico bilaterale va individuata in concreto e non già solo su un piano astratto (...) non essendo sufficiente uno schema, di natura atipica, individuato a monte, per la verifica della validità del contratto”*.

Applicando questo schema alla fattispecie dei contratti di interest rate swap, i giudici hanno precisato che, per questo tipo di contratti atipici, la causa possa essere individuata, sul piano astratto, nello scambio reciproco dei flussi differenziali connessi ai tassi di interesse che sono stati presi come riferimento per ciascuno di contraenti. Nel contratto sottoposto ad esame del collegio è stato rilevato però un elemento che nel concreto non realizzava lo schema generale ed astratto sopra descritto: sin dal momento del perfezionamento dell'operazione finanziaria il derivato presentava un valore di mercato negativo in quanto il cliente aveva pagato fin dall'inizio un tasso di interesse superiore dell'Euribor a 6 mesi, andando così a subire immediatamente delle perdite. In altri termini, dal momento in cui il contratto swap presenta già al momento della sua sottoscrizione un differenziale negativo a carico del cliente è chiaro come vi sia un innegabile squilibrio fra le parti che fa venire meno la presenza di una causa concreta. Infine, è ravvisabile un costo implicito nel contratto a favore della banca da cui discende anche la violazione dell'obbligo informativo da parte dell'intermediario.

La sentenza si iscrive così nel filone giurisprudenziale che va ad attribuire centralità al concetto di causa concreta, fondamentale per la validità del contratto.

Capitolo 3: studio di alcuni casi reali

Dopo aver visto che cos'è uno swap, come si prezza e la normativa che c'è dietro a questi strumenti con annesse problematiche andiamo ora a studiare dei casi concreti. Abbiamo visto come spesso i contratti stipulati fra gli Enti e le relative controparti finanziarie abbiano portato a un contenzioso fra le due parti. La maggior parte di essi vertevano sempre sugli stessi punti:

- La presenza di costi impliciti dovuti alle commissioni;
- L'asimmetria informativa fra la Banca e l'Ente: come abbiamo visto nei capitoli precedenti spesso gli Enti locali sono stati trattati come controparti qualificate quando nella realtà chi andava a concludere il contratto di swap non aveva le competenze necessarie per valutare la convenienza dell'operazione. Il pagamento dell'up-front iniziale a favore dell'Ente infatti faceva sembrare l'operazione conveniente, portando subito liquidità in cassa, per rivelarsi poi un'operazione a segno negativo.

In particolare, andremo ad analizzare due casi che sono saliti alla ribalta: quello relativo al Comune di Prato e quello relativo al Comune di Milano.

3.1 Caso pratico: il Comune di Prato

La vicenda ha visto contrapporsi da una parte la Dexia Crediop S.p.a., una banca specializzata nei settori delle infrastrutture e dei servizi di pubblica utilità²⁴, dall'altra il Comune di Prato, comune italiano e capoluogo della omonima provincia in Toscana.

Andiamo prima a presentare le caratteristiche del contratto in oggetto e poi a studiare, per analizzare la vicenda, la sentenza emessa in primo grado dall'Alta Corte di Londra il 25 giugno 2015, in conclusione del procedimento che aveva instaurato la banca contro il Comune, avente ad oggetto la stipula di alcuni contratti derivati nel periodo compreso fra il 2002 e il 2006.

La sentenza è stata emanata in seguito all'azione intrapresa da Dexia davanti al foro competente di Londra, avente la giurisdizione esclusiva a fronte dei contratti ISDA Master Agreement²⁵ stipulati tra le parti.

La sentenza ricostruisce passo passo la vicenda. Nel 2002 la Dexia fece richiesta al Comune di Prato per diventare advisor per la ristrutturazione del debito e la stipula degli interest rate swaps. La ristrutturazione del debito poteva semplicemente

²⁴ www.dexia-crediop.it

²⁵ Vedi capitolo 1.

consistere nella variazione dei termini del contratto o poteva consistere nell'estinzione del debito assunto a scapito della stipula di un nuovo debito. L'Alta Corte definisce l'interest rate swap come uno sviluppo moderno che cade all'interno degli strumenti finanziari meglio noti come "derivati"²⁶.

Il Comune di Prato scrisse il 25 novembre 2002 a Dexia per formalizzare l'atto e la banca accettò tramite una lettera inviata il 28 novembre 2002. Il giudice asserisce nella sentenza di fare riferimento a questo accordo e che entrambe le parti avevano accettato il contratto. Tale contratto era stato concluso nell'ambito dell'ISDA Master Agreement, che rappresenta lo standard internazionale di contratto quadro in materia e che prevede di norma l'applicazione della legge inglese.

Gli swap stipulati dall'Ente con la Banca, che poi andremo a vedere con maggiore dettaglio, sono i seguenti:

- 1- Lo "swap 1" fu stipulato il 4 dicembre 2002 ed era un interest rate swap con un valore nozionale di 83.824.626,88 €;
- 2- Lo "swap 2", stipulato il 6 agosto 2003, era un interest rate swap con un valore nozionale di 113.105.592,42 € e che conclude lo "swap 1";
- 3- Lo "swap 3" venne stipulato contestualmente allo "swap 2" il 6 agosto 2003 ed era ancora un interest rate swap il cui capitale nozionale era pari a 13.055.932,44 €;
- 4- Lo "swap 4" fu stipulato il 30 dicembre 2004 ed era un interest rate swap con un capitale nozionale di 27.870.000 € e, contemporaneamente, venne stipulato anche lo "swap 5" con un capitale nozionale di 37.553.000: entrambi gli swap concludevano lo "swap 2".
- 5- Infine lo "swap 6", stipulato il 29 giugno 2006, era un interest rate swap dal capitale nozionale pari a 67.524.044,17 che andava a concludere gli swap 3, 4 e 5.

Tutti gli swap dall'1 al 5 furono pagati e rispettati nelle loro rispettive obbligazioni e tutti i pagamenti sono risultati in un flusso positivo a favore del Comune di Prato. Lo stesso è valso per lo swap numero 6 fino al 30 giugno 2009, quando Prato iniziò ad essere soggetto a pagamenti nei confronti di Dexia. Nel dicembre 2010 il Comune manifestò l'intenzione di chiedere un risarcimento in relazione alla stipula dello swap numero 6. L'obbligazione derivante dal suddetto swap che maturava il 31 dicembre 2010 non venne pagata dall'Ente.

²⁶ "Interest rate swap are a modern development. They fall within the type of financial instrument known as "derivatives": contracts that derive their value from the performance of an underlying entity."

Ma andiamo a vedere le richieste, nel corso del processo, delle due parti. La richiesta iniziale di Dexia riguardava ciò che non era stato pagato il e dal 30 dicembre 2009 fino al 31 dicembre 2013, calcolato nella somma di 6.504.878,35€. L'interesse di Dexia era inoltre nel richiedere la conferma di validità dello swap 6 e, nel caso in cui invece fosse considerato nullo, nel richiedere che il Comune di Prato fosse comunque vincolato dagli swap precedentemente stipulati (swap 3, swap 4 e swap 5) e che erano stati conclusi dal successivo swap 6.

La difesa del Comune di Prato consisteva nell'affermare che il vincolo non sussisteva né per lo swap 6 né per gli swap dall'1 al 5. La difesa si basava essenzialmente sui seguenti punti:

- a) Gli swap sono da considerarsi nulli e non validi per la legge inglese per la mancanza di possibilità di far entrare questi sotto la legge italiana. ("the capacity defence");
- b) Le presunte obbligazioni assunte dal Comune di Prato sono inapplicabili nella legge inglese dal momento in cui applicarle sarebbe risultato in un atto illegale per quanto concerne la legge italiana. ("the illegality defence")
- c) Il Comune di Prato ha rescisso lo swap 6 sotto la legge inglese per via della rappresentazione fuorviante fornita da Dexia ("the misrepresentation defence").

Il Comune richiedeva quindi il risarcimento delle somme pagate dal 30 giugno 2009 sulla base della nullità dello swap 6 oltre alla richiesta danni per la falsa rappresentazione del contratto.

Successivamente la sentenza fornisce una serie di esempi riguardo le varie tipologie di swap e va a definire il concetto di "mark to market": nella sua forma più semplice viene inteso come il valore attuale dei flussi di cassa attesi.

Viene data inoltre la definizione di costi impliciti, definiti come i costi di transazione di uno swap che non vengono rivelati in principio dalla banca al consumatore finale.²⁷

Successivamente la sentenza comincia un lungo background storico che va a riassumere la vicenda più nello specifico.

²⁷ Nota 41 della sentenza n. 2010 dell'Alta Corte di Londra.

La struttura costituzionale del Comune di Prato consiste in un corpo di rappresentanti eletti dai cittadini: il Consiglio Comunale. Le funzioni esecutive spettano alla Giunta Comunale.

La Finanza Pubblica del Comune di Prato era sotto una considerevole pressione dal 1996 in avanti. I prestiti in essere al 31 dicembre 2001 erano intorno ai 177 milioni di Euro, l'88% a un tasso fisso (al tasso del 5.5% o superiore) e il restante 12% a un tasso variabile. La maggior parte dei prestiti a tasso fisso (68%) erano stati posti in essere con la "Cassa Depositi e Prestiti" (CDP). L'Ente all'epoca era seriamente preoccupato riguardo i livelli di debito raggiunti e la proposta dell'utilizzo degli interest rate swap come strumento per controllare il debito era stata fatta dalla stessa Dexia nell'estate e nell'autunno del 2001. Prato all'epoca non aveva alcuna esperienza nel campo della copertura del debito, men che meno nel campo degli strumenti derivati. Cercò perciò aiuto da degli esperti esterni i quali consigliarono di cercare un "advisor" sulla strategia per ottimizzare il costo del debito.

Dopo alcuni mesi di trattativa la scelta dell'advisor cadde proprio su Dexia la cui proposta si basava sui seguenti punti²⁸:

- 1) Ridurre il costo del prestito e l'esposizione al rischio sui tassi di interesse;
- 2) Introdurre strumenti derivati come pura copertura del rischio sui tassi di interesse;
- 3) Il servizio avrebbe incluso anche un monitoraggio costante delle condizioni del mercato;
- 4) Non vi sarebbero state tariffe o tasse addizionali da pagare.

3.1.1 Lo swap 1

Il primo contratto swap stipulato era, come detto, lo swap 1.

Esso aveva una durata di 10 anni dal 30 giugno 2002 fino al 30 giugno 2012 ed era basato su un capitale nozionale della somma di 83.824.626,88€, ammortizzato a

²⁸ "The technical committee considered proposals from 7 tenderes. Among them was a presentation submitted by Dexia by letter date 16 May 2002. Dexia said, among other things, that:

- 1) Its proposals were "meant to reduce the borrowing cost and the exposure to the interest rate risk";
- 2) It was "preferable to include derivative transactions as instruments for pure hedging against interest rate risk"
- 3) [...]
- 4) [...]
- 5) Its services would include (in bold typeface) "monitoring of the market situation [...]"
- 6) Here would be "no additional fee or charge" if Dexia were appointed as Prato's advisor."

quote costanti lungo tutto il periodo²⁹. Il derivato era valutato sull'andamento del tasso Euribor a 6 mesi. Infatti, fintanto che il tasso Euribor era pari al 5,70% o inferiore, il Comune di Prato si impegnava a pagare a Dexia interessi sul capitale nozionale al tasso del 5,92% annuo. Se l'Euribor a 6 mesi eccedeva il 5,70% Prato si impegnava a pagare a Dexia interessi sul capitale nozionale calcolati allo stesso tasso Euribor a 6 mesi più uno spread del 1,90% annuo.

In cambio, Dexia si impegnava a pagare al Comune di Prato interessi calcolati sul capitale nozionale pari al tasso fisso del 6,36%.

Più semplicemente, nel caso il tasso Euribor si fosse attestato a livelli inferiori al 5,70%, il Comune di Prato si sarebbe visto corrispondere da Dexia un differenziale netto pari allo 0,44% (6,36% ricevuto da Dexia - 5,92% pagato a Dexia), mentre nel caso in cui il tasso Euribor si fosse attestato a livelli superiori, il Comune di Prato si sarebbe visto pagare un differenziale netto pari all'1,24% più la parte eccedente il livello soglia (5,70% livello soglia + 1,90% spread - 6,36% ricevuto da Dexia).

Nel primo caso il Comune di Prato avrebbe ricevuto un differenziale positivo da poter poi utilizzare per pagare i creditori, nel secondo invece il differenziale negativo si sarebbe dovuto sommare agli interessi da corrispondere ai creditori.

Dexia ha inoltre corrisposto un up-front a Prato pari a 165.000€.

Nella seguente tabella viene riassunto lo swap 1.

Swap 1	Euribor 6M	Da Dexia a Prato	Da Prato a Dexia
Upfront		165,000.00 €	
Interessi	< 5,70%	6,36% sul capitale nozionale	5,92% sul capitale nozionale
	> 5,70%	6,36% sul capitale nozionale	Euribor 6M + 1,90% sul capitale nozionale

Analizzando lo swap abbiamo quindi un tasso soglia utilizzato da Dexia per coprirsi da un eventuale ribasso del tasso Euribor a 6 mesi. Lo swap è decennale e le cedole (aventi frequenza semestrale) pagate da Dexia al Comune di Prato erano fisse, mentre quelle ricevute dall'ente finanziario erano variabili sul sottostante del tasso Euribor. Come detto, lo swap si rivelerebbe positivo per il Comune solo nel caso in

²⁹ Il documento non esplicita con quale periodicità venga ammortizzato, così come non lo esplicita neanche per gli swap stipulati successivamente.

cui il tasso Euribor non superasse la soglia imposta dalla banca, in caso contrario lo swap diventerebbe un costo per il Comune.

Lo swap 2 fu stipulato il 3 agosto 2003, perciò lo swap 1 ebbe una durata molto breve, di neanche un anno.

Andiamo adesso a vedere i pagamenti effettuati dalla banca e dall'Ente lungo il periodo in cui lo swap ebbe corso. I dati forniti dalla sentenza purtroppo non sono completi: non ci viene infatti fornito ogni quanto fossero stabiliti i pagamenti, il "day count"³⁰ e se la capitalizzazione degli interessi fosse semplice o composta.

Essendo la data di inizio del primo swap il 30 giugno 2002, avendo avuto termine il 3 agosto e supponendo che i pagamenti fossero effettuati semestralmente, andiamo a calcolare i flussi e vediamo se i differenziali del primo swap erano a favore o meno dell'Ente. Supponiamo inoltre di utilizzare la capitalizzazione composta.

I pagamenti effettuati prima della chiusura dello swap risalgono al 30 giugno 2002, al 31 dicembre 2002 e infine al 30 giugno 2003.

Come si può vedere dalla tabella relativa allo swap 1, mentre il tasso applicato per i pagamenti da Dexia al Comune di Prato è sempre lo stesso, il tasso applicato ai pagamenti dal Comune di Prato a Dexia invece dipende dal tasso Euribor a 6 mesi. Per fare questo è necessario andare a vedere l'andamento del suddetto tasso del periodo.

I dati sono stati scaricati tramite la banca dati Bloomberg.

Il tasso Euribor da considerare è quello relativo a 6 mesi prima del pagamento in questione; perciò le date di nostro interesse sono:

- 1) 31/12/2001 relativa al pagamento del 30 giugno 2002.
- 2) 30/06/2002 relativa al pagamento del 31 dicembre 2002.
- 3) 31/12/2002 relativa all'ultimo pagamento del 30 giugno 2003.

Andiamo allora a vedere nella seguente tabella l'andamento del tasso in questi tre mesi di riferimento.

³⁰ Il "day count" rappresenta il metodo di conteggio dei giorni utilizzato nell'attualizzazione o capitalizzazione.

Generalmente esistono varie convenzioni di conteggio dei giorni e le principali sono:

- Convenzione civile: l'anno è considerato di 365 giorni e i giorni vengono contati tenendo conto della durata effettiva del mese (gennaio 31 giorni, febbraio 28, marzo 31, aprile 30 e così via).
- Convenzione commerciale: l'anno è considerato di 360 giorni perciò ogni mese ha durata di 30 giorni.
- Convenzione act/360: al denominatore l'anno è considerato della durata di 360 giorni (come se i mesi durassero tutti 30 giorni) mentre al numeratore i giorni sono contati come effettivi.

Data	Tasso E6M	Data	Tasso E6M	Data	Tasso E6M
01/12/2001	#N/A N/A	01/06/2002	#N/A N/A	01/12/2002	#N/A N/A
02/12/2001	#N/A N/A	02/06/2002	#N/A N/A	02/12/2002	3.018
03/12/2001	3.265	03/06/2002	3.694	03/12/2002	3.007
04/12/2001	3.266	04/06/2002	3.681	04/12/2002	2.993
05/12/2001	3.271	05/06/2002	3.678	05/12/2002	2.987
06/12/2001	3.323	06/06/2002	3.675	06/12/2002	2.953
07/12/2001	3.345	07/06/2002	3.655	07/12/2002	#N/A N/A
08/12/2001	#N/A N/A	08/06/2002	#N/A N/A	08/12/2002	#N/A N/A
09/12/2001	#N/A N/A	09/06/2002	#N/A N/A	09/12/2002	2.943
10/12/2001	3.326	10/06/2002	3.672	10/12/2002	2.934
11/12/2001	3.296	11/06/2002	3.663	11/12/2002	2.943
12/12/2001	3.292	12/06/2002	3.657	12/12/2002	2.941
13/12/2001	3.267	13/06/2002	3.673	13/12/2002	2.934
14/12/2001	3.292	14/06/2002	3.646	14/12/2002	#N/A N/A
15/12/2001	#N/A N/A	15/06/2002	#N/A N/A	15/12/2002	#N/A N/A
16/12/2001	#N/A N/A	16/06/2002	#N/A N/A	16/12/2002	2.929
17/12/2001	3.315	17/06/2002	3.634	17/12/2002	2.931
18/12/2001	3.324	18/06/2002	3.644	18/12/2002	2.924
19/12/2001	3.308	19/06/2002	3.636	19/12/2002	2.92
20/12/2001	3.307	20/06/2002	3.636	20/12/2002	2.915
21/12/2001	3.299	21/06/2002	3.625	21/12/2002	#N/A N/A
22/12/2001	#N/A N/A	22/06/2002	#N/A N/A	22/12/2002	#N/A N/A
23/12/2001	#N/A N/A	23/06/2002	#N/A N/A	23/12/2002	2.907
24/12/2001	3.304	24/06/2002	3.61	24/12/2002	2.908
25/12/2001	#N/A N/A	25/06/2002	3.595	25/12/2002	#N/A N/A
26/12/2001	#N/A N/A	26/06/2002	3.551	26/12/2002	#N/A N/A
27/12/2001	3.314	27/06/2002	3.587	27/12/2002	2.879
28/12/2001	3.301	28/06/2002	3.591	28/12/2002	#N/A N/A
29/12/2001	#N/A N/A	29/06/2002	#N/A N/A	29/12/2002	#N/A N/A
30/12/2001	#N/A N/A	30/06/2002	#N/A N/A	30/12/2002	2.839
31/12/2001	#N/A N/A			31/12/2002	2.843

Come si può vedere il tasso Euribor relativo al 31 dicembre 2001 e al 30 giugno 2002 non è disponibile perciò andiamo a considerare i tassi disponibili alla data precedente. In rosso sono evidenziati i tassi che sono stati presi in considerazione. Il “day count” utilizzato per questo tasso è “act/365” perciò lavoreremo su queste basi.

Possiamo facilmente notare come il tasso Euribor si fosse attestato al di sotto della soglia del 5,70% definita dallo swap 1, perciò il Comune di Prato doveva

corrispondere a Dexia un pagamento su un tasso fisso del 5,92% sul capitale nozionale.

Riassumiamo perciò i pagamenti effettuati in quel periodo. Dal momento che i pagamenti sono semestrali è necessario trasformare i tassi applicati da annuali a semestrali. Abbiamo detto che per la capitalizzazione utilizzeremo quella composta, perciò la formula da applicare per trasformare il tasso in equivalente è la seguente:

$$i_m = (1 + i)^{\frac{1}{m}} - 1$$

dove

i_m è il tasso equivalente. Nel nostro caso è quello semestrale;

i è il tasso di interesse annuale;

m è il numero di periodi in cui l'anno viene diviso. Essendo il pagamento semestrale nel nostro caso l'anno viene diviso in due perciò m sarà uguale a 2.

Nella tabella seguente presentiamo i differenziali ottenuti dalla differenza fra gli interessi pagati dalle due parti.

	Tassi Euribor 6M	Tasso equivalente applicato per pagamento da Dexia a Prato	Tasso equivalente applicato per pagamento da Prato a Dexia	Interesse pagato da Dexia a Prato	Interesse pagato da Prato a Dexia	Differenziale
Upfront				165,000.00 €		165,000.00 €
28/12/2001	3.301%					
28/06/2002	3.591%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
31/12/2002	2.843%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
30/06/2003		3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €

I differenziali sono sempre stati positivi a favore del Comune di Prato e negativi nei confronti di Dexia.

Vediamo adesso al 30/06/2003, prima cioè che venisse riformulato lo swap 1, quale fosse il valore capitalizzato di questi pagamenti.

	Tasso legale	Differenziale	Differenziale capitalizzato al 30/06/2003

Upfront	3.000%	165,000.00 €	169,950.00 €
28/06/2002	3.000%	179,000.81 €	184,370.84 €
31/12/2002	3.000%	179,000.81 €	181,643.92 €
30/06/2003	3.000%	179,000.81 €	179,000.81 €
Totale		702,002.44 €	714,965.57 €

Il tasso di capitalizzazione utilizzato per capitalizzare i differenziali è il tasso legale³¹³², definito tramite decreto ministeriale: 3,000% per l'upfront e i successivi pagamenti ad eccezione del terzo pagamento per il quale non è stata necessaria alcuna capitalizzazione poiché è stato effettuato alla data di capitalizzazione.

Il tempo t è pari a 1 per quanto riguarda l'upfront e il primo pagamento (365/365), mentre per quanto riguarda il secondo pagamento è pari a 181/365 (giorni trascorsi dal 31 dicembre 2002 al 30 giugno 2003).

Fino al 30 giugno 2003 perciò lo swap sembrava essere un buon affare per il Comune, il quale aveva avuto fino a quel momento un guadagno pari a 714,965.57 €.

Perché dunque il Comune è stato convinto dalla banca a concludere il suddetto swap? Questa è una domanda a cui non si riesce a dare risposta ma diventa allora curioso andare a valutare come sarebbe andata per il Comune se tale swap non fosse stato concluso e fosse stato portato a naturale conclusione. Ed è ciò che faremo alla conclusione dell'analisi degli swap.

3.1.2 Lo swap 2 e lo swap 3

Nel maggio del 2003 Dexia preparò un documento per il Comune di Prato. Dopo aver descritto i servizi svolti nella gestione del debito nel documento Dexia affermò che nel breve periodo il mercato si aspettava tassi di mercato bassi ma che, nel medio/lungo termine, questi erano previsti in aumento in vista di una ripresa del ciclo economico.

Dexia propose all'Ente di concludere lo swap numero 1 e di stipularne, in sostituzione, altri 2 che adesso andiamo a studiare nel dettaglio.

³¹ Fonte: www.lexitalia.it

³² "Il tasso di interesse legale è previsto dall'articolo 1284 del Codice civile e rappresenta il tasso di interesse applicato in relazione a controversie legali, assicurative, lavorative e tributarie. Il tasso, chiamato anche "saggio", è fissato per legge al 5% ma il ministero dell'Economia può modificarne il valore in considerazione del rendimento dei titoli di Stato e dell'inflazione." Fonte: www.guidaconsumatori.it

Sotto lo swap 2 il Comune di Prato avrebbe ricevuto dalla banca un tasso fisso pari al 5,54% calcolato su un capitale nozionale di 113.105.592,42 € ammortizzato fino alla scadenza definita per il 30 giugno 2013.

Il Comune di Prato invece si impegnava a pagare interessi per:

- 1) Un tasso variabile pari al tasso Euribor a 6 mesi più uno spread dell'1,69% se il tasso Euribor avesse superato la barriera superiore definita in questo modo: pari a 4,40% dal 30 giugno 2003 fino al 2005; al 5,00% dal 2005 al 2007; 5,70% dal 2007 al 2013.
- 2) Un tasso fisso se l'Euribor a 6 mesi fosse stato compreso fra la barriera inferiore e la barriera superiore. Il tasso fisso era così stabilito: 4,85% dal 30 giugno 2003 al 2005; 5,08% dal 2005 al 2013.
- 3) Infine, se il tasso Euribor a 6 mesi si fosse attestato a livelli al di sotto della barriera inferiore, un tasso fisso pari alla soglia della barriera inferiore più la differenza fra la barriera inferiore e il tasso Euribor a 6 mesi. La barriera inferiore era così stabilita: dal 30 giugno 2003 al 2007 l'1,79%; dal 2007 al 2013 l'1,89%.

Lo swap 2 andava inoltre a estinguere lo swap 1, come già anticipato.

Nel caso 1, in cui il tasso Euribor dovesse superare la barriera superiore, non vi sarebbe limite alle passività da corrispondere dal Comune alla Banca. Gli altri due casi vedrebbero invece corrispondere un differenziale positivo a favore del Comune. Infatti nel caso 2 potrebbe esservi un differenziale positivo pari a 0,69% dal 30 giugno 2003 al 2005 (5,54% - 4,85%) oppure pari a 0,46% dal 2005 al 2013 (5,54% - 5,08%).

Nella tabella seguente viene riassunto lo swap numero 2.

Swap 2	Periodo	Euribor a 6 mesi (6M)	Da Dexia a Prato	Da Prato a Dexia
Interessi	30/06/2003 - 2005	> 4,40%	5,54%	6M + 1,69
		1,79% < 6M < 4,40%	5,54%	4,85%
		< 1,79%	5,54%	1,79 % + (1,79% - 6M)
	2005 - 2007	> 5,00%	5,54%	6M + 1,69
		1,79% < 6M < 5,00%	5,54%	5,08%
		< 1,79%	5,54%	1,79 % + (1,79% - 6M)
	2007 - 2013	> 5,70%	5,54%	6M + 1,69
		1,89% < 6M < 5,70%	5,54%	5,08%
		< 1,89%	5,54%	1,89 % + (1,89% - 6M)

Il nuovo swap stipulato si può vedere come sia più articolato e complesso rispetto allo swap precedente. Anche in questo caso gli interessi da corrispondere da parte del Comune di Prato nei confronti di Dexia erano dipendenti dall'andamento del tasso Euribor. Lo swap 2 venne concluso dalla stipula dei successivi swap 4 e 5 il 31 dicembre 2004. Perciò supponendo come in precedenza pagamenti semestrali, i pagamenti vennero effettuati il 31 dicembre 2003, il 30 giugno 2004. Il 31 dicembre 2004 non venne effettuato alcun pagamento poiché gli swap successivi vennero stipulati il 30 dicembre, andando ad annullare lo swap 2.

Andiamo a vedere innanzitutto l'andamento dei tassi Euribor nei mesi di nostro interesse.

Data	Tasso E6M	Data	Tasso E6M	Data	Tasso E6M
01/06/2003	#N/A N/A	01/12/2003	2.274	01/06/2004	2.181
02/06/2003	2.231	02/12/2003	2.274	02/06/2004	2.183
03/06/2003	2.209	03/12/2003	2.262	03/06/2004	2.197
04/06/2003	2.17	04/12/2003	2.266	04/06/2004	2.2
05/06/2003	2.163	05/12/2003	2.245	05/06/2004	#N/A N/A
06/06/2003	2.114	06/12/2003	#N/A N/A	06/06/2004	#N/A N/A
07/06/2003	#N/A N/A	07/12/2003	#N/A N/A	07/06/2004	2.199
08/06/2003	#N/A N/A	08/12/2003	2.222	08/06/2004	2.194
09/06/2003	2.118	09/12/2003	2.223	09/06/2004	2.195
10/06/2003	2.108	10/12/2003	2.235	10/06/2004	2.208
11/06/2003	2.077	11/12/2003	2.236	11/06/2004	2.23
12/06/2003	2.076	12/12/2003	2.233	12/06/2004	#N/A N/A
13/06/2003	2.069	13/12/2003	#N/A N/A	13/06/2004	#N/A N/A
14/06/2003	#N/A N/A	14/12/2003	#N/A N/A	14/06/2004	2.245
15/06/2003	#N/A N/A	15/12/2003	2.237	15/06/2004	2.245
16/06/2003	2.061	16/12/2003	2.224	16/06/2004	2.229
17/06/2003	2.089	17/12/2003	2.225	17/06/2004	2.243
18/06/2003	2.096	18/12/2003	2.214	18/06/2004	2.238
19/06/2003	2.094	19/12/2003	2.213	19/06/2004	#N/A N/A
20/06/2003	2.085	20/12/2003	#N/A N/A	20/06/2004	#N/A N/A
21/06/2003	#N/A N/A	21/12/2003	#N/A N/A	21/06/2004	2.242
22/06/2003	#N/A N/A	22/12/2003	2.213	22/06/2004	2.236
23/06/2003	2.092	23/12/2003	2.212	23/06/2004	2.24
24/06/2003	2.094	24/12/2003	2.211	24/06/2004	2.227
25/06/2003	2.084	25/12/2003	#N/A N/A	25/06/2004	2.215
26/06/2003	2.101	26/12/2003	#N/A N/A	26/06/2004	#N/A N/A
27/06/2003	2.13	27/12/2003	#N/A N/A	27/06/2004	#N/A N/A
28/06/2003	#N/A N/A	28/12/2003	#N/A N/A	28/06/2004	2.215
29/06/2003	#N/A N/A	29/12/2003	2.207	29/06/2004	2.23
30/06/2003	2.12	30/12/2003	2.204	30/06/2004	2.225

		31/12/2003	2.198		
--	--	------------	-------	--	--

I tassi di nostro interesse sono quelli evidenziati in rosso. Lo swap 2 è stato concluso nel 2004, come abbiamo già detto, perciò prendiamo in considerazione solo il primo periodo che va dal 30/06/2003 al 2005. I tassi Euribor presi in considerazione rientrano tutti e tre nell'intervallo $1,79\% < 6M < 4,40\%$.

Perciò Dexia aveva l'impegno di pagare interessi al Comune di Prato pari a un tasso del 5,54%, mentre il Comune di Prato, poiché l'Euribor rientrava nell'intervallo di cui prima, aveva l'impegno di corrispondere interessi ad un tasso fisso del 4,85%.

Come fatto con lo swap 1 andiamo quindi adesso a vedere i pagamenti effettuati nel periodo.

	Tassi Euribor 6M	Tasso equivalente applicato per pagamento da Dexia a Prato	Tasso equivalente applicato per pagamento da Prato a Dexia	Interesse pagato da Dexia a Prato	Interesse pagato da Prato a Dexia	Differenziale
30/06/2003	2.120%					
31/12/2003	2.198%	2.73%	2.40%	3,090,794.42 €	2,715,859.67 €	374,934.75 €
30/06/2004	2.225%	2.73%	2.40%	3,090,794.42 €	2,715,859.67 €	374,934.75 €

Si può vedere come anche in questo caso i differenziali furono sempre a favore del Comune di Prato dal momento in cui gli interessi pagati da Dexia a Prato erano maggiori di quelli pagati da Prato a Dexia.

Andiamo adesso a vedere il valore dei differenziali capitalizzati alla data in cui lo swap è stato concluso dai successivi.

	Tasso legale	Differenziale	Differenziale capitalizzato al 30/12/2004
31/12/2003	3.000%	374,934.75 €	386,182.79 €
30/06/2004	2.500%	374,934.75 €	379,631.02 €
31/12/2004			
Totale		749,869.50 €	765,813.82 €

Come fatto in precedenza il tasso utilizzato per la capitalizzazione è il tasso legale³³ di riferimento per il pagamento.

Il tempo t è 1 per quanto riguarda il primo pagamento e $184/365$ per quanto riguarda il secondo pagamento (dal 30/06 al 31/12 vi sono 184 giorni).

Anche lo swap 2 al 31/12/2004 aveva un valore positivo per il Comune di Prato pari a 765,813.82 €.

Oltre a questo bisogna tenere in considerazione che contestualmente allo swap 2 era stato stipulato anche lo swap 3, che adesso andiamo a vedere.

Sotto lo swap 3 il Comune riceveva dalla Dexia interessi a un tasso variabile pari al tasso Euribor a 6 mesi calcolato su un nozionale pari a 13.055.932,44 € ammortizzato fino al 30 giugno 2013.

Il Comune di Prato si impegnava invece a pagare a Dexia interessi pari a:

- 1) Un tasso fisso se il tasso Euribor a 6 mesi fosse stato inferiore alla barriera posta. Il tasso fisso era così stabilito: 1,55% dal 30 giugno 2003 al 2005; 4,01% dal 2005 al 2013.
La barriera era così stabilita: 1,89% dal 30 giugno 2003 al 2005; 4,90% dal 2005 al 2013.
- 2) Un tasso variabile pari al tasso Euribor a 6 mesi meno un determinato spread se il tasso Euribor fosse stato superiore alla barriera.
Lo spread era così stabilito: 0,40% dal 30 giugno 2003 al 2005; 0,05% dal 2005 al 2013.

Andiamo a vedere la convenienza di questo swap per Prato.

Nel caso in cui il tasso Euribor dovesse andare al di sotto della soglia stabilita, il Comune risulterebbe avere un differenziale positivo fintanto che il tasso Euribor rimanesse compreso fra il tasso fisso (1,55% o 4,01%) e la soglia minima. Dal momento in cui suddetto tasso dovesse attestarsi a livelli inferiori alla soglia allora il differenziale da pagare per l'Ente diventerebbe negativo.

Nel caso in cui invece il tasso Euribor dovesse superare la soglia stabilita il guadagno netto per il Comune sarebbe sempre dello 0.4% fino al 2005 e dello 0.05% fino al 2013.

³³ Anche in questo caso la fonte è www.lexitalia.it. Tutti i tassi legali da ora in avanti saranno presi da questa fonte.

Viene riassunto lo swap 3 nella seguente tabella.

Swap 3	Periodo	Euribor a 6 mesi (6M)	Da Dexia a Prato	Da Prato a Dexia
Interessi	30/06/2003 - 2005	> 1,89%	6M	6M - 0,40%
		< 1,89%	6M	1,55%
	2005 - 2013	>4,90%	6M	6M - 0,05%
		< 4,90%	6M	4,01%

Per la prima volta la banca si impegna a pagare interessi ad un tasso variabile. Lo swap 3, a differenza dello swap 2, non venne concluso dalla stipula dei successivi swap 4 e 5, ma continuò ad avere effetto fino a che non venne estinto con la stipula dello swap 6 il 29 giugno 2006. I pagamenti vennero effettuati nei seguenti periodi:

- 31/12/2003 il primo pagamento insieme allo swap 2;
- 30/06/2004 il secondo pagamento insieme allo swap 2;
- 31/12/2004 il terzo pagamento insieme agli swap 4 e 5;
- 30/06/2005 il quarto pagamento insieme agli swap 4 e 5;
- 31/12/2005 il quinto pagamento insieme agli swap 4 e 5.

Il pagamento del 30/06/2006 non venne effettuato poiché la stipula dello swap 6 avvenne il 29 giugno 2006.

Andiamo allora a vedere l'andamento del tasso Euribor a 6 mesi riguardo i mesi di nostro interesse. Riportiamo solo quelli relativi al mese di dicembre 2004 e giugno 2005 poiché quelli precedenti li abbiamo riportati già relativamente allo swap 2.

Data	Tasso E6M	Data	Tasso E6M
01/12/2004	2.231	01/06/2005	2.157
02/12/2004	2.227	02/06/2005	2.145
03/12/2004	2.248	03/06/2005	2.147
04/12/2004	#N/A N/A	04/06/2005	#N/A N/A
05/12/2004	#N/A N/A	05/06/2005	#N/A N/A
06/12/2004	2.223	06/06/2005	2.146
07/12/2004	2.217	07/06/2005	2.145
08/12/2004	2.22	08/06/2005	2.136
09/12/2004	2.219	09/06/2005	2.138
10/12/2004	2.228	10/06/2005	2.137
11/12/2004	#N/A N/A	11/06/2005	#N/A N/A
12/12/2004	#N/A N/A	12/06/2005	#N/A N/A
13/12/2004	2.227	13/06/2005	2.135

14/12/2004	2.225	14/06/2005	2.139
15/12/2004	2.228	15/06/2005	2.14
16/12/2004	2.228	16/06/2005	2.154
17/12/2004	2.237	17/06/2005	2.154
18/12/2004	#N/A N/A	18/06/2005	#N/A N/A
19/12/2004	#N/A N/A	19/06/2005	#N/A N/A
20/12/2004	2.243	20/06/2005	2.151
21/12/2004	2.246	21/06/2005	2.13
22/12/2004	2.254	22/06/2005	2.114
23/12/2004	2.253	23/06/2005	2.113
24/12/2004	2.25	24/06/2005	2.115
25/12/2004	#N/A N/A	25/06/2005	#N/A N/A
26/12/2004	#N/A N/A	26/06/2005	#N/A N/A
27/12/2004	2.249	27/06/2005	2.122
28/12/2004	2.249	28/06/2005	2.122
29/12/2004	2.26	29/06/2005	2.127
30/12/2004	2.249	30/06/2005	2.126
31/12/2004	2.246		

Come sempre i tassi presi in considerazione sono quelli in rosso. Prendiamo in considerazione solo il primo periodo (2003 – 2005) dal momento in cui lo swap 3 ha avuto termine il 29 giugno 2006 perciò in quell'anno non vi è stato alcun pagamento. In tutti e cinque i pagamenti il tasso Euribor si è attestato a livelli superiori alla soglia stabilita dalla banca (pari all'1,89%) quindi sia Dexia che il Comune di Prato hanno pagato interessi su un tasso variabile basato sul tasso Euribor.

Vediamo quindi i pagamenti effettuati.

	Tassi Euribor 6M	Tasso applicato per pagamento da Dexia a Prato	Tasso applicato per pagamento da Prato a Dexia	Interesse pagato da Dexia a Prato	Interesse pagato da Prato a Dexia	Differenziale	Differenziale capitalizzato al 29/06/2006
30/06/2003	2.120%						
31/12/2003	2.198%	1.054%	0.86%	137,667.07 €	111,802.32 €	25,864.76 €	27,253.55 €
30/06/2004	2.225%	1.093%	0.89%	142,704.80 €	116,849.93 €	25,854.86 €	27,002.33 €
31/12/2004	2.246%	1.106%	0.91%	144,448.18 €	118,596.73 €	25,851.44 €	26,714.99 €
30/06/2005	2.126%	1.117%	1.99%	145,803.98 €	259,198.52 €	-113,394.54 €	-115,934.33 €

31/12/2005		1.057%	1.99%	138,054.66 €	259,198.52 €	-121,143.86 €	-122,407.21 €
------------	--	--------	-------	-----------------	-----------------	---------------	---------------

Nuovamente, i differenziali risultano positivi per il Comune di Prato ma si può notare un calo abbastanza vistoso del “guadagno” da parte dell’Ente fino agli ultimi due pagamenti, che sono negativi.

Capitalizziamo adesso i differenziali ottenuti alla data del 29 giugno 2006.

	Tasso legale	Differenziale	Differenziale capitalizzato al 29/06/2006
31/12/2003	3.000%	25,864.76 €	27,842.84 €
30/06/2004	2.500%	25,854.86 €	27,161.93 €
31/12/2004	2.500%	25,851.44 €	26,822.37 €
30/06/2005	2.500%	- 113,394.54 €	-116,221.54 €
31/12/2005	2.500%	- 121,143.86 €	-122,628.07 €
Totale		- 156,967.34 €	-157,022.47 €

Il tasso di capitalizzazione utilizzato è stato il tasso legale del relativo pagamento.

Il tempo t invece è stato pari a $2+180/365$ per il primo pagamento; pari a $1+364/365$ per il secondo pagamento; pari a $1+180/365$ per il terzo pagamento; pari a $364/365$ per il quinto pagamento e infine pari a $180/365$ per l’ultimo pagamento effettuato.

Al 29 giugno 2006 quindi il comune di Prato dallo swap 3 aveva ottenuto una perdita pari a -157,022.47 €.

3.1.3 Lo swap 4 e lo swap 5

La discussione prese il via intorno al settembre 2004 quando il Comune di Prato comunicò a Dexia l’intenzione di risparmiare per quell’anno una cifra intorno al milione e mezzo di Euro.

Dexia formulò una proposta al Comune suggerendo di sostituire il debito a tasso fisso con uno variabile dal momento in cui i tassi a lungo termine erano previsti in ribasso. In seguito a questo vennero emesse una serie di obbligazioni e iniziò una ricontrattazione dei debiti già posti in essere con la CDP³⁴³⁵.

³⁴ Punti 77 ss della sentenza.

³⁵ Cassa Depositi e Risparmio.

Il 23 settembre 2004 l'Ente approvò l'emissione di un bond dal valore nominale pari a 6.148.999€ ammortizzabile in 15 anni a un tasso annuale pari al tasso Euribor a 6 mesi più uno spread dello 0,093%.

Successivamente Dexia mandò al Comune di Prato una bozza di cosa dovrebbe essere stato incluso nella seguente risoluzione sull'emissione di una successiva obbligazione. Il Comune, seguendo la bozza, il 28 ottobre 2004 approvò l'emissione di un'altra obbligazione a tasso variabile del valore nominale pari a 67.229.000€ della durata di 15 anni. Vennero emesse anche altre obbligazioni successivamente e sempre su suggerimento di Dexia.

Per coprire il rischio dei tassi derivante dall'emissione delle obbligazioni, la banca propose inoltre di rivedere i precedenti swap stipulati e concluderne altri.

Lo swap 4 venne stipulato il 30 dicembre 2004 e i termini erano i seguenti.

Il Comune di Prato avrebbe ricevuto da Dexia interessi a un tasso variabile pari all'Euribor a 6 mesi aumentato dello 0,15% su di un capitale nominale pari a 27.870.000€ ammortizzati fino alla scadenza fissata per il 30 novembre 2019.

Il Comune di Prato a sua volta avrebbe dovuto pagare a Dexia interessi pari a:

- 1) Tasso variabile Euribor a 6 mesi dal 30 novembre 2004 al 2006;
- 2) Dal 30 novembre 2006 fino al 2019:
 - a- Un tasso fisso se il tasso variabile Euribor a 6 mesi fosse stato superiore alla barriera.
La barriera superiore era stata così stabilita: 7,00% dal 30 novembre 2006 al 2008; 7,90% dal 2008 al 2019.
Il tasso fisso invece era pari al valore della barriera superiore aumentata dello 0,09% (perciò 7,09% e, successivamente, 7,99%);
 - b- Un tasso variabile pari al tasso Euribor a 6 mesi aumentato dello 0,09% se lo stesso tasso Euribor si fosse attestato a un valore compreso fra la barriera superiore e inferiore;
 - c- Un tasso fisso se il tasso Euribor a 6 mesi fosse andato al di sotto della barriera inferiore.
Barriera inferiore che era così stabilita: 1,99% dal 30 novembre 2006 al 2008; 4,10% dal 2008 al 2019.
Il tasso fisso invece era pari al valore della barriera inferiore maggiorato dello 0,09% (perciò 2,08% e, successivamente, 4,19%).

I primi due anni il Comune di Prato avrebbe ricevuto sempre un differenziale positivo pari allo 0,15%.

Nei periodi successivi lo swap si sarebbe risolto sempre a favore del Comune ad eccezione del caso in cui il tasso Euribor non fosse andato al di sotto dell'1,93% nel primo periodo (dal 30 novembre 2006 al 2008), e del 4,04% nel secondo periodo (dal 2008 al 2019).

Di seguito viene riportata la tabella che riassume le condizioni dello swap 4.

Swap 4	Periodo	Euribor a 6 mesi (6M)	Da Dexia a Prato	Da Prato a Dexia
Interessi	2004 - 2006	Indifferente	6M + 0,15%	6M
	30/11/2006 - 2008	> 7,00%	6M + 0,15%	7,09%
		1,99% < 6M < 7,00%	6M + 0,15%	6M + 0,09%
		< 1,99%	6M + 0,15%	2,08%
	2008 - 2019	> 7,90%	6M + 0,15%	7,99%
		4,10% < 6M < 7,90%	6M + 0,15%	6M + 0,09%
< 4,10%		6M + 0,15%	4,19%	

Ricordiamo che lo swap 4, così come lo swap 3 e 5, ha avuto termine con la stipula dello swap 6 il 29 giugno 2006. Perciò anche per questo swap consideriamo solo il primo periodo (2004 – 2006). In questo caso non era stata posta alcuna soglia superiore o inferiore. Sia il tasso relativo agli interessi da pagare da parte di Dexia sia quello relativo agli interessi da pagare da parte del Comune di Prato erano calcolati sull'andamento del tasso Euribor, che abbiamo riportato in precedenza.

In particolare ci interessa:

- Il tasso Euribor al 30/06/2004 (pari al 2.225%) relativamente al primo pagamento del 31/12/2004;
- Il tasso Euribor al 31/12/2004 (pari al 2.246%) relativamente al secondo pagamento del 30/06/2005;
- Il tasso Euribor al 30/06/2005 (pari al 2.126%) relativamente al terzo pagamento del 31/12/2005;

Riportiamo in tabella i pagamenti effettuati.

	Tassi Euribor 6M	Tasso applicato per pagamento	Tasso applicato per pagamento	Interesse pagato da Dexia a Prato	Interesse pagato da Prato a Dexia	Differenziale

		da Dexia a Prato	da Prato a Dexia			
30/06/2004	2.225%					
31/12/2004	2.246%	1.181%	1.106%	329,014.19 €	308,348.00 €	20,666.19 €
30/06/2005	2.126%	1.191%	1.117%	331,906.25 €	311,242.18 €	20,664.07 €
31/12/2005		1.132%	1.057%	315,376.21 €	294,700.01 €	20,676.20 €

Come nei precedenti swap anche in questo caso si erano registrati, fino al 29 giugno 2006, differenziali positivi a favore del Comune. Il guadagno era derivato, come spiegato prima, dallo spread dello 0.15% fra ciò che veniva pagato da Dexia e quello che veniva pagato dall'Ente.

Ma al 29 giugno qual è stato il guadagno totale per l'Ente? Andiamo a vederlo nella seguente tabella.

	Tasso Legale	Differenziale	Differenziale capitalizzato al 29/06/2006
31/12/2004	2.500%	20,666.19 €	21,442.37 €
30/06/2005	2.500%	20,664.07 €	21,179.24 €
31/12/2005	2.500%	20,676.20 €	20,929.52 €
Totale		62,006.46 €	63,551.12 €

Sono state usate le stesse modalità di capitalizzazione usate in precedenza. Il primo pagamento è stato capitalizzato di un tempo t pari a $1+180/365$, il secondo di un tempo t pari a $364/365$ e infine il terzo di un tempo t pari a $180/365$.

Il guadagno totale al 29 giugno 2006 per il Comune di Prato era stato pari a 63,551.12 €

I termini economici dello swap 5 erano sostanzialmente identici a quelli dello swap numero 4.

Il Comune di Prato avrebbe dovuto ricevere da Dexia interessi pari al tasso Euribor a 6 mesi maggiorati dello 0,15% su un capitale nozionale pari a 37.553.000€ ammortizzabili lungo la durata dello swap, prevista fino al 29 dicembre 2019.

Contestualmente il Comune di Prato avrebbe dovuto pagare Dexia interessi secondo la seguente modalità:

- 1) Tasso variabile Euribor a 6 mesi dal 29 dicembre 2004 al 2006;
- 2) Dal 29 dicembre 2006 fino al 2019:
 - a- Un tasso fisso se il tasso variabile Euribor a 6 mesi fosse stato superiore alla barriera.
La barriera superiore era stata così stabilita: 7,00% dal 29 dicembre 2006 al 2008; 7,90% dal 2008 al 2019.
Il tasso fisso invece era pari al valore della barriera superiore aumentata dello 0,09% (perciò 7,09% e, successivamente, 7,99%);
 - b- Un tasso variabile pari al tasso Euribor a 6 mesi aumentato dello 0,09% se lo stesso tasso Euribor si fosse attestato a un valore compreso fra la barriera superiore e inferiore;
 - c- Un tasso fisso se il tasso Euribor a 6 mesi fosse andato al di sotto della barriera inferiore.
Barriera inferiore che era così stabilita: 1,99% dal 29 dicembre 2006 al 2008; 4,10% dal 2008 al 2019.
Il tasso fisso invece era pari al valore della barriera inferiore maggiorato dello 0,09% (perciò 2,08% e, successivamente, 4,19%).

Come si può notare fra lo swap 4 e lo swap 5 cambia solo il valore nozionale di riferimento.

La convenienza dello swap 5 pertanto è uguale a quella dello swap 4.

Di seguito viene riportata la tabella che riguarda lo swap 5.

Swap 5	Periodo	Euribor a 6 mesi (6M)	Da Dexia a Prato	Da Prato a Dexia
Interessi	2004 - 2006	Indifferente	6M + 0,15%	6M
	29/12/2006 - 2008	> 7,00%	6M + 0,15%	7,09%
		1,99% < 6M < 7,00%	6M + 0,15%	6M + 0,09%
		< 1,99%	6M + 0,15%	2,08%
	2008 - 2019	> 7,90%	6M + 0,15%	7,99%
		4,10% < 6M < 7,90%	6M + 0,15%	6M + 0,09%
		< 4,10%	6M + 0,15%	4,19%

I tassi Euribor di riferimento sono gli stessi dello swap 4 perciò rimandiamo a quanto spiegato prima.

Andiamo a vedere i pagamenti effettuati dall'Ente, che presumibilmente saranno leggermente superiori a quelli dello swap precedente poiché come abbiamo spiegato l'unica differenza sta nel capitale nozionale (37.553.000€ dello swap 5 contro i 27.870.000€ dello swap 4).

	Tassi Euribor 6M	Tasso applicato per pagamento da Dexia a Prato	Tasso applicato per pagamento da Prato a Dexia	Interesse pagato da Dexia a Prato	Interesse pagato da Prato a Dexia	Differenziale
30/06/2004	2.225%					
31/12/2004	2.246%	1.181%	1.106%	443,325.08 €	415,478.74 €	27,846.34 €
30/06/2005	2.126%	1.191%	1.117%	447,221.94 €	419,378.46 €	27,843.48 €
31/12/2005		1.132%	1.057%	424,948.79 €	397,088.96 €	27,859.82 €

Come presumibile il differenziale è maggiore, in particolare di circa 7.000€, ed è sempre positivo, a favore dell'Ente.

	Tasso legale	Differenziale	Differenziale capitalizzato al 29/06/2006
31/12/2004	2.500%	27,846.34 €	28,892.19 €
30/06/2005	2.500%	27,843.48 €	28,537.64 €
31/12/2005	2.500%	27,859.82 €	28,201.15 €
Totale		83,549.64 €	85,630.98 €

Al 29 giugno 2006 il guadagno per l'Ente era stato pari a 85,630.98 € a cui si deve sommare il guadagno derivante dagli swap 3 e 4.

3.1.4 Lo swap 6

Nel febbraio 2006 le due parti discussero un problema sorto dallo swap 3: nel giugno 2006 ci sarebbe stato un differenziale negativo da pagare e il budget del Comune era limitato.

A fronte di questo problema la banca propose all'Ente di negoziare un nuovo swap che andasse a sostituire i precedenti posti in essere (swap 3, swap 4 e swap 5).

Il 28 giugno 2006 venne così stipulato lo swap 6.

Quello che Dexia prometteva di pagare al Comune di Prato era:

- 1) Nel periodo compreso fra il 30 giugno 2006 e il 31 dicembre 2006 interessi ad un tasso fisso del 3,063% rispetto a un capitale nozionale pari a 25.083.278,70€ e un tasso fisso pari al 3,240% su un capitale nozionale di 33.798.075,53€;
- 2) Dall'1 gennaio 2007 interessi ad un tasso variabile pari all'Euribor a 6 mesi su un capitale nozionale di 67.524.044,17, ammortizzato fino alla scadenza fissata al 30 giugno 2026.

Quello che il Comune di Prato prometteva invece di pagare a Dexia comprendeva interessi calcolati su un capitale nozionale di 67.524.044,17€, ammortizzato fino alla scadenza fissata al 30 giugno 2026. Gli interessi erano così calcolati:

- 1) Un tasso fisso se il tasso Euribor a 6 mesi fosse stato superiore alla soglia stabilita. Il tasso fisso era stato fissato al valore della barriera superiore diminuito dello 0,05%. La barriera superiore invece era stata così fissata: 4,55% dal 30 giugno 2006 al 2008; 5,55% dal 2008 al 2010; 6,74 dal 2010 al 2016).
- 2) Un tasso variabile pari al tasso Euribor a 6 mesi diminuito dello 0,05% se lo stesso tasso Euribor dovesse essere fra la barriera inferiore e quella superiore;
- 3) Un tasso fisso se il tasso Euribor a 6 mesi fosse stato inferiore alla soglia stabilita.
Il tasso fisso era pari al tasso della barriera inferiore diminuita dello 0,05%. La barriera inferiore invece era così stabilita: 2,95% dal 30 giugno 2006 al 2008; 3,80% dal 2008 al 2010; 4,80% dal 2010 al 2026.

La convenienza di questo nuovo swap era molto simile agli swap che lo swap 6 andava a concludere. La sentenza fa notare come il corridoio fra la barriera inferiore e quella superiore cambia di continuo (da 4,55% a 2,95%; da 5,55% a 3,80%; da 6,74% a 4,80%) ma la costante è che il tasso floor³⁶ (così viene chiamata la barriera inferiore) aumentava e perciò aumenta anche il potenziale svantaggio per il Comune. Infatti, qualora il tasso Euribor fosse andato sotto la soglia base, come

³⁶ Vedi capitolo 2.

abbiamo visto il Comune di Prato avrebbe dovuto corrispondere alla banca interessi pari alla soglia inferiore diminuita dello 0,05%. Sapendo che la banca contestualmente paga interessi pari all'Euribor a 6 mesi, questo andrebbe a vantaggio dell'Ente fintanto che il tasso Euribor non fosse sceso al di sotto della soglia inferiore diminuita dello 0,05%.

Un esempio ci aiuta a capire meglio. Supponiamo di essere in un periodo compreso fra il 2010 e il 2026. Il tasso Euribor a 6 mesi su cui si calcola il pagamento sia pari al 4,00%. Dexia perciò dovrà corrispondere interessi applicando suddetto tasso, mentre il Comune di Prato dovrà pagare a Dexia interessi applicando il tasso del 4,75%, andando così a pagare un differenziale negativo dello 0,75% (4,75% - 4,00%).

Andiamo adesso a riassumere nella consueta tabella lo swap 6.

Swap 6	Periodo	Euribor a 6 mesi (6M)	Da Dexia a Prato	Da Prato a Dexia	Capitale nozionale
Interessi	30/06/2006 - 31/12/2006		3,063%	Uguale al periodo 1/1/2007 - 2008	25.083.278,70€
			3,240%		33.798.075,53€
	1/1/2007 - 2008	> 4,55%	6M	4,60%	67.524.044,17€
		2,95% < 6M < 4,55%	6M	6M - 0,05%	67.524.044,17€
		< 2,95%	6M	2,90%	67.524.044,17€
	2008 - 2010	> 5,55%	6M	5,60%	67.524.044,17€
		3,80% < 6M < 5,55%	6M	6M - 0,05%	67.524.044,17€
		< 3,80%	6M	3,75%	67.524.044,17€
	2010 - 2026	> 6,74%	6M	6,79%	67.524.044,17€
		4,80 < 6M < 6,74%	6M	6M - 0,05%	67.524.044,17€
		< 4,80%	6M	4,75%	67.524.044,17€

Lo swap ha avuto vita fino a quando il Comune non si è rifiutato di pagare il differenziale relativo al 31 dicembre 2010, avviando la causa di cui abbiamo discusso.

Perciò i pagamenti effettuati sono avvenuti nelle seguenti date:

- 30 giugno 2006 (Euribor di riferimento al 31 dicembre 2005);
- 31 dicembre 2006 (Euribor di riferimento al 31 giugno 2006);
- 30 giugno 2007 (Euribor di riferimento al 31 dicembre 2006);
- 31 dicembre 2007 (Euribor di riferimento al 30 giugno 2007);
- 30 giugno 2008 (Euribor di riferimento al 31 dicembre 2007);
- 31 dicembre 2008 (Euribor di riferimento al 30 giugno 2008);
- 30 giugno 2009 (Euribor di riferimento al 31 dicembre 2008);

- 31 dicembre 2009 (Euribor di riferimento al 30 giugno 2009);
- 30 giugno 2010 (Euribor di riferimento al 31 dicembre 2009).

Nelle seguenti tabelle andiamo a vedere l'andamento del tasso Euribor nei mesi di nostro interesse. In rosso viene evidenziato il tasso relativo al giorno di nostro interesse.

Data	Tasso E6M	Data	Tasso E6M	Data	Tasso E6M	Data	Tasso E6M
01/12/2005	2.633	01/06/2006	3.169	01/12/2006	3.795	01/06/2007	4.317
02/12/2005	2.592	02/06/2006	3.169	02/12/2006	#N/A N/A	02/06/2007	#N/A N/A
03/12/2005	#N/A N/A	03/06/2006	#N/A N/A	03/12/2006	#N/A N/A	03/06/2007	#N/A N/A
04/12/2005	#N/A N/A	04/06/2006	#N/A N/A	04/12/2006	3.773	04/06/2007	4.318
05/12/2005	2.594	05/06/2006	3.166	05/12/2006	3.784	05/06/2007	4.319
06/12/2005	2.593	06/06/2006	3.191	06/12/2006	3.79	06/06/2007	4.323
07/12/2005	2.59	07/06/2006	3.192	07/12/2006	3.798	07/06/2007	4.33
08/12/2005	2.589	08/06/2006	3.193	08/12/2006	3.819	08/06/2007	4.328
09/12/2005	2.61	09/06/2006	3.155	09/12/2006	#N/A N/A	09/06/2007	#N/A N/A
10/12/2005	#N/A N/A	10/06/2006	#N/A N/A	10/12/2006	#N/A N/A	10/06/2007	#N/A N/A
11/12/2005	#N/A N/A	11/06/2006	#N/A N/A	11/12/2006	3.83	11/06/2007	4.329
12/12/2005	2.616	12/06/2006	3.151	12/12/2006	3.838	12/06/2007	4.33
13/12/2005	2.62	13/06/2006	3.139	13/12/2006	3.835	13/06/2007	4.344
14/12/2005	2.628	14/06/2006	3.153	14/12/2006	3.847	14/06/2007	4.342
15/12/2005	2.637	15/06/2006	3.168	15/12/2006	3.851	15/06/2007	4.344
16/12/2005	2.644	16/06/2006	3.173	16/12/2006	#N/A N/A	16/06/2007	#N/A N/A
17/12/2005	#N/A N/A	17/06/2006	#N/A N/A	17/12/2006	#N/A N/A	17/06/2007	#N/A N/A
18/12/2005	#N/A N/A	18/06/2006	#N/A N/A	18/12/2006	3.851	18/06/2007	4.344
19/12/2005	2.648	19/06/2006	3.18	19/12/2006	3.86	19/06/2007	4.348
20/12/2005	2.654	20/06/2006	3.187	20/12/2006	3.867	20/06/2007	4.34
21/12/2005	2.667	21/06/2006	3.212	21/12/2006	3.879	21/06/2007	4.361
22/12/2005	2.679	22/06/2006	3.219	22/12/2006	3.884	22/06/2007	4.358
23/12/2005	2.673	23/06/2006	3.226	23/12/2006	#N/A N/A	23/06/2007	#N/A N/A
24/12/2005	#N/A N/A	24/06/2006	#N/A N/A	24/12/2006	#N/A N/A	24/06/2007	#N/A N/A
25/12/2005	#N/A N/A	25/06/2006	#N/A N/A	25/12/2006	#N/A N/A	25/06/2007	4.354
26/12/2005	#N/A N/A	26/06/2006	3.238	26/12/2006	#N/A N/A	26/06/2007	4.355
27/12/2005	2.676	27/06/2006	3.285	27/12/2006	3.888	27/06/2007	4.36
28/12/2005	2.677	28/06/2006	3.286	28/12/2006	3.904	28/06/2007	4.373
29/12/2005	2.674	29/06/2006	3.298	29/12/2006	3.907	29/06/2007	4.375
30/12/2005	2.674	30/06/2006	3.29	30/12/2006	#N/A N/A	30/06/2007	#N/A N/A
31/12/2005	#N/A N/A			31/12/2006	#N/A N/A		

Data	Tasso E6M	Data	Tasso E6M	Data	Tasso E6M	Data	Tasso E6M	Data	Tasso E6M
07/12/2007	4.906	07/06/2008	#N/A N/A	07/12/2008	#N/A N/A	07/06/2009	#N/A N/A	07/12/2009	1.012
08/12/2007	#N/A N/A	08/06/2008	#N/A N/A	08/12/2008	3.612	08/06/2009	1.508	08/12/2009	1.01
09/12/2007	#N/A N/A	09/06/2008	5.191	09/12/2008	3.563	09/06/2009	1.511	09/12/2009	1.01
10/12/2007	4.928	10/06/2008	5.195	10/12/2008	3.514	10/06/2009	1.509	10/12/2009	1.011
11/12/2007	4.949	11/06/2008	5.191	11/12/2008	3.464	11/06/2009	1.505	11/12/2009	1.01
12/12/2007	4.974	12/06/2008	5.2	12/12/2008	3.416	12/06/2009	1.499	12/12/2009	#N/A N/A
13/12/2007	4.966	13/06/2008	5.203	13/12/2008	#N/A N/A	13/06/2009	#N/A N/A	13/12/2009	#N/A N/A
14/12/2007	4.978	14/06/2008	#N/A N/A	14/12/2008	#N/A N/A	14/06/2009	#N/A N/A	14/12/2009	1.013
15/12/2007	#N/A N/A	15/06/2008	#N/A N/A	15/12/2008	3.38	15/06/2009	1.492	15/12/2009	1.012
16/12/2007	#N/A N/A	16/06/2008	5.197	16/12/2008	3.344	16/06/2009	1.485	16/12/2009	1.012
17/12/2007	4.985	17/06/2008	5.198	17/12/2008	3.288	17/06/2009	1.477	17/12/2009	1.011
18/12/2007	4.904	18/06/2008	5.197	18/12/2008	3.246	18/06/2009	1.469	18/12/2009	1.009
19/12/2007	4.884	19/06/2008	5.198	19/12/2008	3.209	19/06/2009	1.458	19/12/2009	#N/A N/A
20/12/2007	4.859	20/06/2008	5.197	20/12/2008	#N/A N/A	20/06/2009	#N/A N/A	20/12/2009	#N/A N/A
21/12/2007	4.847	21/06/2008	#N/A N/A	21/12/2008	#N/A N/A	21/06/2009	#N/A N/A	21/12/2009	1.009
22/12/2007	#N/A N/A	22/06/2008	#N/A N/A	22/12/2008	3.176	22/06/2009	1.448	22/12/2009	1.007
23/12/2007	#N/A N/A	23/06/2008	5.197	23/12/2008	3.135	23/06/2009	1.436	23/12/2009	1.006
24/12/2007	4.841	24/06/2008	5.198	24/12/2008	3.104	24/06/2009	1.424	24/12/2009	1.005
25/12/2007	#N/A N/A	25/06/2008	5.196	25/12/2008	#N/A N/A	25/06/2009	1.373	25/12/2009	#N/A N/A
26/12/2007	#N/A N/A	26/06/2008	5.192	26/12/2008	#N/A N/A	26/06/2009	1.353	26/12/2009	#N/A N/A
27/12/2007	4.834	27/06/2008	5.199	27/12/2008	#N/A N/A	27/06/2009	#N/A N/A	27/12/2009	#N/A N/A
28/12/2007	4.774	28/06/2008	#N/A N/A	28/12/2008	#N/A N/A	28/06/2009	#N/A N/A	28/12/2009	1.006
29/12/2007	#N/A N/A	29/06/2008	#N/A N/A	29/12/2008	3.079	29/06/2009	1.34	29/12/2009	1.007
30/12/2007	#N/A N/A	30/06/2008	5.201	30/12/2008	3.042	30/06/2009	1.331	30/12/2009	1.007
31/12/2007	4.772			31/12/2008	3.012			31/12/2009	1.008

Dal 30 giugno 2008 possiamo notare un calo drastico del tasso Euribor dovuto allo scoppio della crisi che è passato nel giro di un anno e mezzo dal 5.201% all'1.008%.

Riportiamo di seguito tutti i pagamenti effettuati.

	Tassi Euribor 6M	Tasso applicato per pagamento da Dexia a Prato	Tasso applicato per pagamento da Prato a Dexia	Interesse pagato da Dexia a Prato	Interesse pagato da Prato a Dexia	Differenziale
31/12/2005	2.674%					
30/06/2006	3.290%	1.520%	1.440%	381,252.99 €	972,101.27 €	- 187,738.33 €
		1.607%		403,109.95 €		
29/12/2006	3.907%	1.520%	1.607%	381,252.99 €	1,085,169.71 €	- 160,752.46 €
		1.607%		543,164.26 €		

29/06/2007	4.375%	1.935%	1.910%	1,306,443.78 €	1,289,881.18 €	16,562.59 €
31/12/2007	4.772%	2.164%	2.140%	1,461,276.84 €	1,444,751.43 €	16,525.41 €
30/06/2008	5.201%	2.358%	2.334%	1,592,348.36 €	1,575,854.29 €	16,494.06 €
31/12/2008	3.012%	2.568%	2.543%	1,733,705.98 €	1,717,245.59 €	16,460.39 €
30/06/2009	1.331%	1.495%	1.858%	1,009,367.95 €	1,254,423.84 €	- 245,055.89 €
31/12/2009	1.008%	0.663%	1.858%	447,887.10 €	1,254,423.84 €	- 806,536.74 €
30/06/2010	1.055%	0.503%	2.347%	339,467.87 €	1,585,091.45 €	- 1,245,623.59 €

La cosa che salta subito agli occhi è che fin da subito l'Ente ha dovuto corrispondere alla banca un differenziale negativo, anche abbastanza sostanzioso. Ma la cosa peggiore è che, dopo quattro differenziali positivi (abbastanza esigui), il Comune si è ritrovato a pagare differenziali negativi che sono andati via via in crescendo fino al pagamento del 30 giugno 2010 che ha superato addirittura il milione di Euro.

Se andiamo a vedere anche il pagamento del 31 dicembre 2010, che il Comune si era rifiutato di pagare, la situazione era la seguente.

	Tassi Euribor 6M	Tasso applicato per pagamento da Dexia a Prato	Tasso applicato per pagamento da Prato a Dexia	Interesse pagato da Dexia a Prato	Interesse pagato da Prato a Dexia	Differenziale
30/06/2010	1.055%					
30/12/2010		0.526%	2.347%	355,254.81 €	1,585,091.45 €	- 1,229,836.65 €

Il Comune di Prato avrebbe dovuto pagare un ulteriore differenziale negativo di oltre un milione e, visto l'andamento del tasso Euribor, la situazione non sarebbe di certo cambiata con il tempo e l'Ente si sarebbe ritrovato a dover pagare oltre un milione di interessi ogni 6 mesi: sicuramente non poteva essere considerata una spesa sostenibile.

Come fatto per tutti gli altri swap stipulati, andiamo a vedere il "guadagno" (che sicuramente sarà una perdita) dell'Ente per quanto riguarda lo swap 6.

	Tasso legale	Differenziale	Differenziale capitalizzato al 30/12/2010
30/06/2006	2.500%	- 188,599.11 €	-210,785.68 €
29/12/2006	2.500%	-162,210.28 €	-179,049.80 €
29/06/2007	2.500%	16,881.01 €	18,406.71 €
31/12/2007	2.500%	16,881.01 €	18,179.00 €

30/06/2008	3.000%	16,881.01 €	17,909.57 €
31/12/2008	3.000%	16,881.01 €	17,909.06 €
30/06/2009	3.000%	-249,163.72 €	-260,491.41 €
31/12/2009	3.000%	-816,703.31 €	-841,204.41 €
30/06/2010		-1,263,374.87 €	-1,263,374.87 €
Totale		-2,612,527.25 €	-2,682,501.83 €

Se fino allo swap 5 l'Ente aveva avuto un guadagno, con l'ultimo stipulato la perdita per il Comune è evidente. La perdita capitalizzata al 30/12/2010 raggiunge livelli sicuramente insostenibili, pari a -2,682,501.83 €.

La prima conclusione che risulta evidente è come il Comune abbia accettato swap che inizialmente andavano a suo favore per poi andare a stipulare swap che si sono rivelati sempre più una perdita fino a quello finale, che è stato "la goccia che ha fatto traboccare il vaso".

3.2 Analisi completa degli swap

Adesso diventa interessante andare a vedere come sarebbe andata a finire se l'Ente non avesse accettato le rinegoziazioni proposte dalla banca e non avesse così annullato i vari swap. Nei seguenti paragrafi verrà quindi analizzato il possibile guadagno che avrebbe ottenuto l'Ente nel caso gli swap fossero stati portati a naturale conclusione. Partendo dallo swap 1 percorreremo così tutti gli swap stipulati fino allo swap 5.

3.2.1 Analisi completa dello swap 1

Cominciamo allora, come detto, dallo swap 1.

Per quanto riguarda i dati sul tasso Euribor la fonte utilizzata è sempre la banca dati Bloomberg, che ci ha permesso di scaricare tutto lo storico dell'andamento dei tassi.

	Tassi Euribor 6M	Tasso applicato per pagamento da Dexia a Prato	Tasso applicato per pagamento da Prato a Dexia	Interesse pagato da Dexia a Prato	Interesse pagato da Prato a Dexia	Differenziale
Upfront				165,000.00 €		165,000.00 €
28/12/2001	3.301%					
28/06/2002	3.591%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
31/12/2002	2.843%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
30/06/2003	2.120%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €

31/12/2003	2.198%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
30/06/2004	2.225%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
31/12/2004	2.246%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
30/06/2005	2.126%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
31/12/2005	2.674%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
30/06/2006	3.290%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
31/12/2006	3.907%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
30/06/2007	4.375%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
31/12/2007	4.772%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
30/06/2008	5.201%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
31/12/2008	3.012%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
30/06/2009	1.331%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
31/12/2009	1.008%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
30/06/2010	1.055%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
31/12/2010	1.244%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
30/06/2011	1.813%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
30/12/2011	1.639%	3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €
30/06/2012		3.13%	2.92%	2,624,536.22 €	2,445,535.41 €	179,000.81 €

Nel corso degli anni il tasso Euribor non ha mai superato la soglia del 5.70% perciò le due parti si sarebbero viste applicare sempre gli stessi tassi per tutti i pagamenti. Il differenziale sarebbe sempre stato positivo a favore dell'Ente che avrebbe avuto un guadagno semestrale pari a 179,000.81€.

Se l'Ente avesse depositato il denaro in un conto e l'avesse lasciato a maturare il guadagno sarebbe stato ancora maggiore.

Nella seguente tabella per la capitalizzazione viene utilizzato come sempre il tasso legale. Mentre il tempo t è calcolato tenendo conto che la cifra viene capitalizzata alla data di scadenza dello swap, che è il 30 dicembre 2012.³⁷

	Tasso legale	Differenziale	Differenziale capitalizzato al 31/12/2012
Upfront	3.00%	165,000.00 €	225,056.93 €
28/06/2002	3.00%	179,000.81 €	244,153.78 €
31/12/2002	3.00%	179,000.81 €	240,542.64 €
30/06/2003	3.00%	179,000.81 €	237,042.50 €
31/12/2003	3.00%	179,000.81 €	233,536.55 €
30/06/2004	2.50%	179,000.81 €	220,811.94 €

³⁷ Per cui dal 31 dicembre al 30 dicembre dell'anno successivo non intercorre un anno ma 364 giorni. Perciò se devo capitalizzare il differenziale del 31 dicembre 2011 al 30 dicembre 2012, t sarà pari a 364/365 e non a 1.

31/12/2004	2.50%	179,000.81 €	218,080.35 €
30/06/2005	2.50%	179,000.81 €	215,426.28 €
31/12/2005	2.50%	179,000.81 €	212,761.32 €
30/06/2006	2.50%	179,000.81 €	210,171.98 €
31/12/2006	2.50%	179,000.81 €	207,572.02 €
30/06/2007	2.50%	179,000.81 €	205,045.83 €
31/12/2007	2.50%	179,000.81 €	202,509.29 €
30/06/2008	3.00%	179,000.81 €	204,474.94 €
31/12/2008	3.00%	179,000.81 €	201,450.68 €
30/06/2009	3.00%	179,000.81 €	198,519.36 €
31/12/2009	3.00%	179,000.81 €	195,583.18 €
30/06/2010	1.00%	179,000.81 €	183,511.95 €
31/12/2010	1.00%	179,000.81 €	182,593.75 €
30/06/2011	1.50%	179,000.81 €	183,047.13 €
30/12/2011	1.50%	179,000.81 €	181,678.41 €
30/06/2012	2.50%	179,000.81 €	181,230.64 €
Totale		3,924,017.05 €	4,584,801.46 €

Il guadagno totale per l'Ente sarebbe stato perciò pari a 4,584,801.46 €, 6 milioni di Euro in più rispetto ai 2 milioni di perdita ottenuta con lo swap 6.

Andiamo a vedere se lo stesso discorso può essere fatto anche per gli altri swap che poi sono stati terminati.

3.2.2 Analisi completa dello swap 2 e dello swap 3

Analogamente a quanto visto per lo swap 1, andiamo a vedere nella tabella che segue come sarebbe andato lo swap 2 se fosse stato portato a termine

	Tassi Euribor 6M	Tasso applicato per pagamento da Dexia a Prato	Tasso applicato per pagamento da Prato a Dexia	Interesse pagato da Dexia a Prato	Interesse pagato da Prato a Dexia	Differenziale
30/06/2003	2.120%					
31/12/2003	2.198%	2.73%	2.40%	3,090,794.42 €	2,710,336.86 €	380,457.55 €
30/06/2004	2.225%	2.73%	2.40%	3,090,794.42 €	2,710,336.86 €	380,457.55 €
31/12/2004	2.246%	2.73%	2.40%	3,090,794.42 €	2,710,336.86 €	380,457.55 €
30/06/2005	2.126%	2.73%	2.51%	3,090,794.42 €	2,837,294.76 €	253,499.65 €
31/12/2005	2.674%	2.73%	2.51%	3,090,794.42 €	2,837,294.76 €	253,499.65 €
30/06/2006	3.290%	2.73%	2.51%	3,090,794.42 €	2,837,294.76 €	253,499.65 €

31/12/2006	3.907%	2.73%	2.51%	3,090,794.42 €	2,837,294.76 €	253,499.65 €
30/06/2007	4.375%	2.73%	2.51%	3,090,794.42 €	2,837,294.76 €	253,499.65 €
31/12/2007	4.772%	2.73%	2.51%	3,090,794.42 €	2,837,294.76 €	253,499.65 €
30/06/2008	5.201%	2.73%	2.51%	3,090,794.42 €	2,837,294.76 €	253,499.65 €
31/12/2008	3.012%	2.73%	2.51%	3,090,794.42 €	2,837,294.76 €	253,499.65 €
30/06/2009	1.331%	2.73%	2.51%	3,090,794.42 €	2,837,294.76 €	253,499.65 €
31/12/2009	1.008%	2.73%	1.22%	3,090,794.42 €	1,376,600.72 €	1,714,193.69 €
30/06/2010	1.055%	2.73%	1.38%	3,090,794.42 €	1,556,927.75 €	1,533,866.66 €
31/12/2010	1.244%	2.73%	1.35%	3,090,794.42 €	1,530,705.85 €	1,560,088.56 €
30/06/2011	1.813%	2.73%	1.26%	3,090,794.42 €	1,425,199.72 €	1,665,594.70 €
31/12/2011	1.639%	2.73%	0.98%	3,090,794.42 €	1,106,976.45 €	1,983,817.96 €
30/06/2012	0.943%	2.73%	1.06%	3,090,794.42 €	1,204,383.05 €	1,886,411.37 €
31/12/2012	0.324%	2.73%	1.41%	3,090,794.42 €	1,593,182.21 €	1,497,612.21 €
30/06/2013	0.340%	2.73%	1.71%	3,090,794.42 €	1,937,863.71 €	1,152,930.71 €
31/12/2013	0.394%	2.73%	1.71%	3,090,794.42 €	1,928,967.33 €	1,161,827.08 €

Il crollo dei tassi Euribor dovuto allo scoppio della crisi sarebbe stato un evento favorevole al Comune di Prato. Notiamo infatti che dal 31 dicembre 2009 avrebbe ricevuto dei differenziali sostanziosi oltre il milione di Euro.

	Tasso legale	Differenziale	Differenziale capitalizzato al 31/12/2012
31/12/2003	3.00%	380,457.55 €	511,303.14 €
30/06/2004	2.50%	380,457.55 €	481,090.74 €
31/12/2004	2.50%	380,457.55 €	475,139.35 €
30/06/2005	2.50%	253,499.65 €	312,733.42 €
31/12/2005	2.50%	253,499.65 €	308,864.71 €
30/06/2006	2.50%	253,499.65 €	305,105.78 €
31/12/2006	2.50%	253,499.65 €	301,331.42 €
30/06/2007	2.50%	253,499.65 €	297,664.17 €
31/12/2007	2.50%	253,499.65 €	293,981.88 €
30/06/2008	3.00%	253,499.65 €	298,287.37 €
31/12/2008	3.00%	253,499.65 €	293,875.57 €
30/06/2009	3.00%	253,499.65 €	289,599.38 €
31/12/2009	3.00%	1,714,193.69 €	1,929,340.11 €
30/06/2010	1.00%	1,533,866.66 €	1,588,291.37 €
31/12/2010	1.00%	1,560,088.56 €	1,607,360.81 €
30/06/2011	1.50%	1,665,594.70 €	1,728,864.70 €
31/12/2011	1.50%	1,983,817.96 €	2,043,778.86 €
30/06/2012	2.50%	1,886,411.37 €	1,957,790.76 €
31/12/2012	2.50%	1,497,612.21 €	1,535,052.51 €
30/06/2013	2.50%	1,152,930.71 €	1,167,371.83 €
31/12/2013	2.50%	1,161,827.08 €	1,161,827.08 €

Totale		17,579,212.47 €	18,888,654.96 €
--------	--	-----------------	-----------------

Il guadagno totale sarebbe stato ancora maggiore rispetto allo swap 1:
18,888,654.96 €.

Ricordiamo che insieme allo swap 2 era stato stipulato anche lo swap 3, il guadagno del 2 va quindi visto in correlazione con quello del 3.

Lo swap 3 è stato terminato, lo ricordiamo, con lo swap 6 il 30 giugno 2006. Questi sarebbero stati i pagamenti se non fosse stato terminato prima. La successiva tabella calcola invece il/la guadagno/perdita di cui l'Ente avrebbe beneficiato se fosse giunto a scadenza regolare.

	Tassi Euribor 6M	Tasso applicato per pagamento da Dexia a Prato	Tasso applicato per pagamento da Prato a Dexia	Interesse pagato da Dexia a Prato	Interesse pagato da Prato a Dexia	Differenziale
30/06/2003	2.120%					
31/12/2003	2.198%	1.05%	0.86%	137,667.07 €	111,802.32 €	25,864.76 €
30/06/2004	2.225%	1.09%	0.89%	142,704.80 €	116,849.93 €	25,854.86 €
31/12/2004	2.246%	1.11%	0.91%	144,448.18 €	118,596.73 €	25,851.44 €
30/06/2005	2.126%	1.12%	1.99%	145,803.98 €	259,198.52 €	-113,394.54 €
31/12/2005	2.674%	1.06%	1.99%	138,054.66 €	259,198.52 €	-121,143.86 €
30/06/2006	3.290%	1.33%	1.99%	173,406.24 €	259,198.52 €	-85,792.28 €
31/12/2006	3.907%	1.63%	1.99%	213,032.08 €	259,198.52 €	-46,166.44 €
30/06/2007	4.375%	1.93%	1.99%	252,603.97 €	259,198.52 €	-6,594.55 €
31/12/2007	4.772%	2.16%	1.99%	282,541.31 €	259,198.52 €	23,342.79 €
30/06/2008	5.201%	2.36%	1.99%	307,884.29 €	259,198.52 €	48,685.77 €
31/12/2008	3.012%	2.57%	2.54%	335,216.12 €	332,033.47 €	3,182.66 €
30/06/2009	1.331%	1.49%	1.99%	195,163.66 €	259,198.52 €	-64,034.86 €
31/12/2009	1.008%	0.66%	1.99%	86,600.02 €	259,198.52 €	-172,598.50 €
30/06/2010	1.055%	0.50%	1.99%	65,636.91 €	259,198.52 €	-193,561.61 €
31/12/2010	1.244%	0.53%	1.99%	68,689.35 €	259,198.52 €	-190,509.17 €
30/06/2011	1.813%	0.62%	1.99%	80,956.90 €	259,198.52 €	-178,241.62 €
31/12/2011	1.639%	0.90%	1.99%	117,820.41 €	259,198.52 €	-141,378.11 €
30/06/2012	0.943%	0.82%	1.99%	106,558.52 €	259,198.52 €	-152,640.00 €
31/12/2012	0.324%	0.47%	1.99%	61,414.28 €	259,198.52 €	-197,784.24 €
30/06/2013	0.340%	0.16%	1.99%	21,133.51 €	259,198.52 €	-238,065.01 €
31/12/2013	0.394%	0.17%	1.99%	22,176.25 €	259,198.52 €	-237,022.27 €

Il trend dei pagamenti negativi sarebbe continuato anche successivamente, ad eccezione dei pagamenti dal 31 dicembre 2007 al 31 dicembre 2008, per poi tornare ad essere negativi.

Di seguito calcoliamo il valore montante dei differenziali ottenuti.

	Tasso legale	Differenziale	Differenziale capitalizzato al 31/12/2012
31/12/2003	3.00%	25,864.76 €	34,760.07 €
30/06/2004	2.50%	25,854.86 €	32,693.62 €
31/12/2004	2.50%	25,851.44 €	32,284.91 €
30/06/2005	2.50%	-113,394.54 €	-139,890.78 €
31/12/2005	2.50%	-121,143.86 €	- 147,602.03 €
30/06/2006	2.50%	-85,792.28 €	-103,257.42 €
31/12/2006	2.50%	-46,166.44 €	-54,877.39 €
30/06/2007	2.50%	-6,594.55 €	-7,743.45 €
31/12/2007	2.50%	23,342.79 €	27,070.48 €
30/06/2008	3.00%	48,685.77 €	57,287.46 €
31/12/2008	3.00%	3,182.66 €	3,689.57 €
30/06/2009	3.00%	-64,034.86 €	-73,153.77 €
31/12/2009	3.00%	-172,598.50 €	-194,261.13 €
30/06/2010	1.00%	-193,561.61 €	-200,429.57 €
31/12/2010	1.00%	-190,509.17 €	-196,281.79 €
30/06/2011	1.50%	-178,241.62 €	-185,012.38 €
31/12/2011	1.50%	-141,378.11 €	-145,651.27 €
30/06/2012	2.50%	-152,640.00 €	-158,415.71 €
31/12/2012	2.50%	-197,784.24 €	-202,728.85 €
30/06/2013	2.50%	-238,065.01 €	-241,046.92 €
31/12/2013	2.50%	-237,022.27 €	-237,022.27 €
Totale		- 1,986,144.79 €	-2,099,588.60 €

La perdita per l'Ente sarebbe stata pari a -2,099,588.60 €. Sommato però al guadagno derivante dallo swap 2 il risultato sarebbe stato comunque positivo per il comune di Prato che avrebbe registrato delle entrate molto più che positive (18,888,654.96 € - 2,099,588.60 € = 16,789,066.36 €).

Andiamo adesso a vedere lo swap 4 e lo swap 5 come sarebbero andati se avessero seguito il loro normale corso e vediamo se anche questi avrebbero portato un guadagno al Comune oppure no.

3.2.3 Analisi completa dello swap 4 e dello swap 5

Tutti e due gli swap alla data odierna sarebbero ancora validi poiché per entrambi la scadenza era prevista per il 2019. Perciò andiamo a vedere i pagamenti che sarebbero stati effettuati fino all'ultima data disponibile: il 30 dicembre 2016.

	Tassi Euribor 6M	Tasso applicato per pagamento da Dexia a Prato	Tasso applicato per pagamento da Prato a Dexia	Interesse pagato da Dexia a Prato	Interesse pagato da Prato a Dexia	Differenziale
30/06/2004	2.225%					
31/12/2004	2.246%	1.181%	1.106%	329,014.19 €	308,348.00 €	20,666.19 €
30/06/2005	2.126%	1.191%	1.117%	331,906.25 €	311,242.18 €	20,664.07 €
31/12/2005	2.674%	1.132%	1.057%	315,376.21 €	294,700.01 €	20,676.20 €
30/06/2006	3.290%	1.402%	1.328%	390,784.67 €	370,163.68 €	20,620.99 €
31/12/2006	3.907%	1.705%	1.676%	475,310.89 €	467,088.90 €	8,221.99 €
30/06/2007	4.375%	2.008%	1.979%	559,722.41 €	551,524.83 €	8,197.57 €
31/12/2007	4.772%	2.237%	2.208%	623,582.52 €	615,403.32 €	8,179.19 €
30/06/2008	5.201%	2.431%	2.402%	677,642.46 €	669,478.76 €	8,163.70 €
31/12/2008	3.012%	2.641%	2.611%	735,945.04 €	727,797.98 €	8,147.06 €
30/06/2009	1.331%	1.569%	1.539%	437,195.57 €	428,962.50 €	8,233.06 €
31/12/2009	1.008%	0.738%	0.708%	205,618.84 €	197,317.85 €	8,300.99 €
30/06/2010	1.055%	0.577%	2.074%	160,902.83 €	577,885.27 €	-416,982.44 €
31/12/2010	1.244%	0.601%	2.074%	167,413.93 €	577,885.27 €	-410,471.34 €
30/06/2011	1.813%	0.695%	2.074%	193,581.60 €	577,885.27 €	-384,303.66 €
31/12/2011	1.639%	0.977%	2.074%	272,214.65 €	577,885.27 €	-305,670.62 €
30/06/2012	0.943%	0.891%	2.074%	248,192.03 €	577,885.27 €	-329,693.23 €
31/12/2012	0.324%	0.545%	2.074%	151,895.62 €	577,885.27 €	-425,989.64 €
30/06/2013	0.340%	0.237%	2.074%	65,973.81 €	577,885.27 €	-511,911.45 €
31/12/2013	0.394%	0.245%	2.074%	68,198.06 €	577,885.27 €	-509,687.21 €
30/06/2014	0.307%	0.272%	2.074%	75,703.58 €	577,885.27 €	-502,181.68 €
31/12/2014	0.173%	0.228%	2.074%	63,610.36 €	577,885.27 €	-514,274.91 €
30/06/2015	0.051%	0.161%	2.074%	44,973.76 €	577,885.27 €	-532,911.50 €
31/12/2015	-0.041%	0.100%	2.074%	27,995.29 €	577,885.27 €	-549,889.98 €
30/06/2016	-0.181%	0.054%	2.074%	15,185.01 €	577,885.27 €	-562,700.25 €
31/12/2016	-0.224%	-0.016%	2.074%	-4,320.18 €	577,885.27 €	-582,205.45 €

I pagamenti sarebbero stati positivi fino al 30 dicembre 2009, momento in cui il tasso Euribor a 6 mesi sarebbe andato sotto la soglia inferiore stabilita e il Comune si sarebbe trovato a pagare un tasso fisso che sarebbe stato sempre maggiore del tasso variabile ricevuto.

Dando una prima occhiata ai differenziali sembra evidente come in questo caso l'Ente sarebbe andato incontro a una consistente perdita. Andiamo perciò a vedere a quanto sarebbe ammontata, capitalizzando i valori al 30 giugno 2017.

	Tasso legale	Differenziale	Differenziale capitalizzato al 30/06/2017
31/12/2004	2.50%	20,666.19 €	28,134.25 €
30/06/2005	2.50%	20,664.07 €	27,790.88 €
31/12/2005	2.50%	20,676.20 €	27,461.34 €
30/06/2006	2.50%	20,620.99 €	27,056.52 €
31/12/2006	2.50%	8,221.99 €	10,653.79 €
30/06/2007	2.50%	8,197.57 €	10,493.58 €
31/12/2007	2.50%	8,179.19 €	10,339.84 €
30/06/2008	3.00%	8,163.70 €	10,651.78 €
31/12/2008	3.00%	8,147.06 €	10,471.99 €
30/06/2009	3.00%	8,233.06 €	10,429.40 €
31/12/2009	3.00%	8,300.99 €	10,359.08 €
30/06/2010	1.00%	-416,982.44 €	-447,061.61 €
31/12/2010	1.00%	-410,471.34 €	-437,866.95 €
30/06/2011	1.50%	-384,303.66 €	-420,214.25 €
31/12/2011	1.50%	-305,670.62 €	-331,720.75 €
30/06/2012	2.50%	-329,693.23 €	-373,017.63 €
31/12/2012	2.50%	-425,989.64 €	-475,973.73 €
30/06/2013	2.50%	-511,911.45 €	-565,054.46 €
31/12/2013	2.50%	-509,687.21 €	-555,602.01 €
30/06/2014	1.00%	-502,181.68 €	-517,398.29 €
31/12/2014	1.00%	-514,274.91 €	-527,192.44 €
30/06/2015	0.50%	-532,911.50 €	-538,253.94 €
31/12/2015	0.50%	-549,889.98 €	-554,000.38 €
30/06/2016	0.20%	-562,700.25 €	-563,825.65 €
31/12/2016	0.20%	-582,205.45 €	-582,779.39 €
Totale		-6,398,802.35 €	-6,706,119.05 €

La perdita evidenziata, pari -6,706,119.05 €, va sommata alla perdita o guadagno derivante dallo swap 5. Sappiamo che le condizioni dello swap 4 e dello swap 5 sono uguali, differendo solamente dal capitale nozionale. Diventa ragionevole perciò

aspettarsi un andamento dei differenziali simile nonché una ulteriore perdita per l'Ente.

	Tassi Euribor 6M	Tasso applicato per pagamento da Dexia a Prato	Tasso applicato per pagamento da Prato a Dexia	Interesse pagato da Dexia a Prato	Interesse pagato da Prato a Dexia	Differenziale
30/06/2004	2.225%					
31/12/2004	2.246%	1.181%	1.106%	443,325.08 €	415,478.74 €	27,846.34 €
30/06/2005	2.126%	1.191%	1.117%	447,221.94 €	419,378.46 €	27,843.48 €
31/12/2005	2.674%	1.132%	1.057%	424,948.79 €	397,088.96 €	27,859.82 €
30/06/2006	3.290%	1.402%	1.328%	526,556.75 €	498,771.32 €	27,785.43 €
31/12/2006	3.907%	1.705%	1.676%	640,450.30 €	629,371.70 €	11,078.59 €
30/06/2007	4.375%	2.008%	1.979%	754,189.29 €	743,143.60 €	11,045.69 €
31/12/2007	4.772%	2.237%	2.208%	840,236.61 €	829,215.68 €	11,020.93 €
30/06/2008	5.201%	2.431%	2.402%	913,078.85 €	902,078.79 €	11,000.05 €
31/12/2008	3.012%	2.641%	2.611%	991,637.75 €	980,660.12 €	10,977.63 €
30/06/2009	1.331%	1.569%	1.539%	589,092.40 €	577,998.88 €	11,093.52 €
31/12/2009	1.008%	0.738%	0.708%	277,057.93 €	265,872.88 €	11,185.04 €
30/06/2010	1.055%	0.577%	2.074%	216,806.02 €	778,662.55 €	- 561,856.53 €
31/12/2010	1.244%	0.601%	2.074%	225,579.30 €	778,662.55 €	- 553,083.25 €
30/06/2011	1.813%	0.695%	2.074%	260,838.53 €	778,662.55 €	- 517,824.02 €
31/12/2011	1.639%	0.977%	2.074%	366,791.41 €	778,662.55 €	- 411,871.14 €
30/06/2012	0.943%	0.891%	2.074%	334,422.51 €	778,662.55 €	- 444,240.04 €
31/12/2012	0.324%	0.545%	2.074%	204,669.41 €	778,662.55 €	- 573,993.15 €
30/06/2013	0.340%	0.237%	2.074%	88,895.39 €	778,662.55 €	- 689,767.16 €
31/12/2013	0.394%	0.245%	2.074%	91,892.42 €	778,662.55 €	- 686,770.14 €
30/06/2014	0.307%	0.272%	2.074%	102,005.62 €	778,662.55 €	- 676,656.93 €
31/12/2014	0.173%	0.228%	2.074%	85,710.79 €	778,662.55 €	- 692,951.76 €
30/06/2015	0.051%	0.161%	2.074%	60,599.20 €	778,662.55 €	- 718,063.35 €
31/12/2015	-0.041%	0.100%	2.074%	37,721.82 €	778,662.55 €	- 740,940.74 €
30/06/2016	-0.181%	0.054%	2.074%	20,460.81 €	778,662.55 €	- 758,201.74 €
31/12/2016	-0.224%	-0.016%	2.074%	- 5,821.17 €	778,662.55 €	- 784,483.72 €

Anche in questo caso l'ultimo differenziale positivo sarebbe stato del 31 dicembre 2009. Successivamente l'Ente si sarebbe ritrovato a dover pagare differenziali

negativi sempre maggiori fino ad arrivare all'ultimo, datato 31 dicembre 2016, pari a - 784,483.72€.

Essendo il capitale nozionale dello swap 5 maggiore di quello dello swap 4 i differenziali sarebbero stati più consistenti, di conseguenza ci aspettiamo che la perdita sarebbe stata ancora più consistente rispetto allo swap 4.

I valori sono capitalizzati come in precedenza al 30 giugno 2017.

	Tasso legale	Differenziale	Differenziale capitalizzato al 30/06/2017
31/12/2004	2.50%	27,846.34 €	37,909.06 €
30/06/2005	2.50%	27,843.48 €	37,446.39 €
31/12/2005	2.50%	27,859.82 €	37,002.35 €
30/06/2006	2.50%	27,785.43 €	36,456.89 €
31/12/2006	2.50%	11,078.59 €	14,355.28 €
30/06/2007	2.50%	11,045.69 €	14,139.42 €
31/12/2007	2.50%	11,020.93 €	13,932.25 €
30/06/2008	3.00%	11,000.05 €	14,352.57 €
31/12/2008	3.00%	10,977.63 €	14,110.32 €
30/06/2009	3.00%	11,093.52 €	14,052.93 €
31/12/2009	3.00%	11,185.04 €	13,958.19 €
30/06/2010	1.00%	-561,856.53 €	-602,386.25 €
31/12/2010	1.00%	-553,083.25 €	-589,997.05 €
30/06/2011	1.50%	-517,824.02 €	-566,211.19 €
31/12/2011	1.50%	-411,871.14 €	-446,971.99 €
30/06/2012	2.50%	-444,240.04 €	-502,616.83 €
31/12/2012	2.50%	-573,993.15 €	-641,343.43 €
30/06/2013	2.50%	-689,767.16 €	-761,373.88 €
31/12/2013	2.50%	-686,770.14 €	-748,637.33 €
30/06/2014	1.00%	-676,656.93 €	-697,160.32 €
31/12/2014	1.00%	-692,951.76 €	-710,357.29 €
30/06/2015	0.50%	-718,063.35 €	-725,261.94 €
31/12/2015	0.50%	-740,940.74 €	-746,479.23 €
30/06/2016	0.20%	-758,201.74 €	-759,718.15 €
31/12/2016	0.20%	-784,483.72 €	-785,257.07 €
Totale		- 8,621,967.16 €	-9,036,056.28 €

La perdita totale per il Comune, sommando i due swap, sarebbe stata pari a -15,742,175.33 €.

Possiamo allora notare come, ad esclusione dello swap 2, siano stati proposti al Comune di Prato degli swap sempre più sconvenienti alla luce dell'andamento dei tassi di interesse. Sicuramente, se chi ha stipulato questi contratti per conto del Comune avesse avuto delle maggiori competenze, sarebbe potuto essere più accorto nell'accettare queste condizioni. Alla luce di ciò, la funzione principale dello swap viene sicuramente meno, poiché le finalità di copertura del rischio del tasso di interesse viene sicuramente meno e diventa uno strumento speculativo a favore della Banca, che arriva a guadagnare somme anche consistenti mentre per il Comune diventa un ulteriore sgravio.

3.3 Caso pratico: il Comune di Ferrara

A questo punto andiamo ad analizzare un altro caso di studio. Questa volta però l'obiettivo non sarà quello di ricostruire i flussi di pagamento da parte di banca ed Ente ma sarà quello di andare a vedere come il Comune è andato a calcolare i differenziali attraverso l'analisi di alcuni lucidi presentati dallo stesso ed utilizzati dalla sua Commissione bilancio. Molte volte infatti (come abbiamo visto anche per il caso di Prato) non viene specificato come alcuni calcoli vengano effettuati: se si tratta di regime semplice, composto, il "day count" utilizzato e così via. Questo crea un documento poco chiaro a chi ne usufruisce e denota anche una poca competenza da parte di chi presenta dei documenti ufficiali.

I lucidi presentati dal Comune di Ferrara³⁸ ricostruiscono la storia dei derivati sottoscritti dal Comune. Con la delibera P.G. 16/28603 del 18 novembre 2002 il Consiglio Comunale approvò un *"programma strategico di gestione attiva dell'indebitamento in essere tramite l'utilizzo di prodotti finanziari derivati"*.

La data di sottoscrizione del primo derivato fu il 18 dicembre 2002, un mese dopo la delibera, e il capitale nozionale dello stesso era pari a 50,850,000.00€. Al Comune venne inoltre corrisposto un upfront pari a 290,000.00€ a fronte di un mark to market³⁹ positivo calcolato dalla controparte bancaria, che era la Dexia Crediop S.p.a., la stessa del caso del Comune di Prato.

Il funzionamento del derivato è sintetizzato nella seguente tabella.

³⁸ Fonte www.servizi.comune.fe.it/7131/attach/finanze/docs/MARATTIN/il_derivatodexia_informativa_13giu2012.pdf

³⁹ "Il mark to market (Mtm) è il valore di un derivato a un determinato istante. Può essere negativo o positivo. Se l'Ente vuol estinguere anticipatamente il contratto e il mark to market è negativo, deve versare alla banca questa somma."

Fonte: www.ilsole24ore.com

Swap 1	Periodo	Euribor 6M	Da Dexia a Ferrara	Da Ferrara a Dexia	
Upfront			290,000.00 €		
Differenziali	2002	Indifferente	4.88%	2.00%	
	2003	Indifferente	4.88%	3.83%	
	2003-2006	>=5.85%		4.88%	6.77%
		2.89% < 6M < 5.85%		4.88%	6M + 0.92%
		< 2.89%		4.88%	6.19%
	2006 in poi	Indifferente		4.88%	6M + 1.20%

Il documento presentato dal Comune sull'analisi del caso illustra come lo swap è proceduto attraverso la seguente tabella.

Periodo	Differenziale
Secondo semestre 2002	748,554.00 €
2003	514,853.00 €
Totale	1,553,407.00 € (compreso upfront)

Il lucido introduce la tabella nel seguente modo: *“Oltre all’upfront iniziale, il Comune ha subito accumulato differenziali positivi”*. Viene così fatta confusione sui calcoli dal momento in cui prima viene escluso l’upfront (i differenziali sembrano venire calcolati senza di esso), per poi ricomprenderlo nel totale.

Ma andiamo adesso a vedere come essere stati calcolato i differenziali.

Dato che non vengono fornite indicazioni sugli aspetti tecnici, i casi da prendere in considerazione sono: la capitalizzazione semplice, quella composta e, per ognuna di queste, la convenzione utilizzata per calcolare il tempo t.

Avremo perciò:

- Capitalizzazione composta con convenzione commerciale;
- Capitalizzazione semplice con convenzione commerciale;
- Capitalizzazione composta con convenzione civile;
- Capitalizzazione semplice con convenzione civile;
- Capitalizzazione composta con convenzione act/360;
- Capitalizzazione semplice con convenzione act/360.

Partiamo dalla prima.

Innanzitutto andiamo a trovare gli interessi pagati dalla banca nei confronti del Comune. Andiamo a moltiplicare il capitale nozionale per il tasso di interesse della banca (ricordiamo che dovrà essere quello semestrale, non annuo). Il t utilizzato nella formula, trattandosi di convenzione commerciale, sarà pari a 0.5: si considera infatti che un anno dura 360 giorni e sei mesi siano 180 giorni.

Perciò:

$$\text{Interesse da Dexia a Ferrara} = 50,850,000.00 \text{ €} * ((1 + 4.88\%)^{0.5} - 1) = 1,225,961.42 \text{ €}$$

La stessa cosa viene fatta per calcolare gli interessi corrisposti dal Comune nei confronti della Banca. Quello che cambia sarà ovviamente il tasso utilizzato, visto che per il Comune è pari al 2.00%.

$$\text{Interesse da Ferrara a Dexia} = 50,850,000.00 \text{ €} * ((1 + 2.00\%)^{0.5} - 1) = 505,982.61 \text{ €}$$

Calcoliamo ora la differenza per trovare il differenziale.

$$\text{Differenziale} = 1,225,961.42 \text{ €} - 505,982.61 \text{ €} = 719,978.81 \text{ €}$$

Il risultato si discosta di circa trentamila Euro dalla cifra segnalata nel documento. Diventa ragionevole pensare che non fosse stata utilizzata questa convenzione per il calcolo.

Abbiamo così proceduto per tutte le altre 5 casistiche, modificando le formule in base al tipo di capitalizzazione e al “day count” utilizzato. I risultati sono riassunti in tabella.

	Composta commerciale	Semplice commerciale	Composta civile	Semplice civile	Composta act/360	Semplice act/360
Interesse Dexia - Ferrara	1,225,961.42 €	1,240,740.00 €	1,236,159.32 €	1,250,937.86 €	1,253,538.11 €	1,268,312.00 €
Interesse Ferrara - Dexia	505,982.61 €	508,500.00 €	510,162.17 €	512,679.45 €	517,283.67 €	519,800.00 €
Differenziale	719,978.81 €	732,240.00 €	725,997.15 €	738,258.41 €	736,254.44 €	748,512.00 €

Possiamo vedere come il risultato che più si avvicina ai 748,554.00 € è l'ultimo. Possiamo quindi supporre che la Banca abbia applicato una capitalizzazione semplice e utilizzando come metodo di calcolo dei giorni l'act/360.

Per il 2003 invece il documento segnala un differenziale pari a 514,853.00 €. In quell'anno il tasso fisso da pagare per il Comune è aumentato quindi è ragionevole che il differenziale si sia abbassato. Andiamo però a verificare tramite calcoli come fatto per l'anno precedente.

	Composta commerciale	Semplice commerciale	Composta civile	Semplice civile	Composta act/360	Semplice act/360
Interesse Dexia - Ferrara 1	1,225,961.42 €	1,240,740.00 €	1,236,159.32 €	1,250,937.86 €	1,253,538.11 €	1,268,312.00 €
Interesse Ferrara - Dexia 1	964,627.97 €	973,777.50 €	972,631.77 €	981,781.15 €	986,270.72 €	995,417.00 €
Interesse Dexia - Ferrara 2	1,225,961.42 €	1,240,740.00 €	1,236,159.32 €	1,250,937.86 €	1,253,538.11 €	1,268,312.00 €
Interesse Ferrara - Dexia 2	964,627.97 €	973,777.50 €	972,631.77 €	981,781.15 €	986,270.72 €	995,417.00 €
Differenziale	522,666.90 €	533,925.00 €	527,055.10 €	538,313.42 €	534,534.79 €	545,790.00 €

Con la capitalizzazione semplice e il “day count” act/360 la cifra del differenziale è pari a 545,790.00 €, che si discosta di molto rispetto ai 514,853.00 €. Quello che più si avvicina è il differenziale ottenuto tramite capitalizzazione composta con convenzione commerciale. Il risultato è comunque maggiore di circa 8,000€ rispetto a quello esposto nel documento. Viene da chiedersi perciò che fine abbiano fatto questi soldi e, soprattutto, come mai sia stata cambiata la convenzione nel calcolo dei flussi. Per una correttezza di dati, per mantenere i dati omogenei e una uniformità di giudizio è sempre buona norma utilizzare la stessa convenzione.

Procediamo con l’analisi del documento per andare a verificare se queste problematiche si ripresentano.

Nell’estate del 2003 il contratto venne annullato e ne fu rinegoziato un altro.

Il secondo derivato aveva data di sottoscrizione l’8 agosto 2003 e un capitale nozionale pari a 45,800,000.00 €. Questa volta non fu corrisposto nessun upfront. In tabella viene riassunto il funzionamento del secondo derivato.

Swap 2	Periodo	Euribor 6M	Da Dexia a Ferrara	Da Ferrara a Dexia
Upfront	2004	>1.99%	4.88%	4.84%
		< 1.99%	4.88%	4.84% + (1.99% - 6M)
	2004-2012	>=5.00%	4.88%	6M + 1.89%
		2.99% < 6M < 5.00%	4.88%	4.81%
		< 2.99%	4.88%	4.84% + (2.99% - 6M)

Il tasso corrisposto da Dexia rimane uguale mentre cambia quello dal Comune di Ferrara a Dexia in base all’Euribor.

L'informativa ci mostra come andò il secondo derivato.

Periodo	Differenziale
2004	18,263.00 €
2005	- 168,925.00 €
Totale	- 150,662.00 €

Per andare a valutare che convenzione abbiano utilizzato nel calcolo di questi differenziali è necessario trovare il tasso applicato al Comune e perciò è necessario tornare a vedere il tasso Euribor a 6 mesi al 31 dicembre 2003, al 30 giugno 2004, al 31 dicembre 2004 e al 30 giugno 2005.

31/12/2003	2.198%
30/06/2004	2.225%
31/12/2004	2.246%
30/06/2005	2.126%

Nel 2004 il tasso Euribor a 6 mesi si è attestato a valori superiori alla barriera posta nel contratto perciò il tasso applicato al Comune è sempre stato pari al 4.84%.

Andiamo a vedere il calcolo dei differenziali.

	Composta commerciale	Semplice commerciale	Composta civile	Semplice civile	Composta act/360	Semplice act/360
Interesse Dexia - Ferrara 1	1,104,209.11 €	1,117,520.00 €	1,113,394.23 €	1,126,705.10 €	1,129,047.11 €	1,142,353.78 €
Interesse Ferrara - Dexia 1	1,095,263.90 €	1,108,360.00 €	1,104,373.74 €	1,117,469.81 €	1,119,898.30 €	1,132,990.22 €
Interesse Dexia - Ferrara 2	1,104,209.11 €	1,117,520.00 €	1,113,394.23 €	1,126,705.10 €	1,129,047.11 €	1,142,353.78 €
Interesse Ferrara - Dexia 2	1,095,263.90 €	1,108,360.00 €	1,104,373.74 €	1,117,469.81 €	1,119,898.30 €	1,132,990.22 €
Differenziale	17,890.42 €	18,320.00 €	18,040.98 €	18,470.58 €	18,297.63 €	18,727.11 €

I 18,297.63€ ottenuti tramite capitalizzazione composta con convenzione act/360 è la cifra che più si avvicina a quella indicata. Ancora una volta si discosta dalla capitalizzazione utilizzata nelle volte precedenti.

Ciò succede anche per l'anno successivo. Il 31 dicembre 2004 (data di riferimento dell'Euribor per il pagamento del 30 giugno 2005) e il 30 giugno 2005 (di riferimento per il 31 dicembre 2005), il tasso Euribor a 6 mesi era sotto la soglia stabilita del 2.99%, perciò il tasso da applicare era 4.84% + (2.99% - 6M).

Perciò per il primo pagamento il tasso era del 5.584%, nel secondo del 5.704%.

	Composta commerciale	Semplice commerciale	Composta civile	Semplice civile	Composta act/360	Semplice act/360
Interesse Dexia - Ferrara 1	1,104,209.11 €	1,117,520.00 €	1,113,394.23 €	1,126,705.10 €	1,129,047.11 €	1,142,353.78 €
Interesse Ferrara - Dexia 1	1,261,366.51 €	1,278,736.00 €	1,271,876.55 €	1,289,246.16 €	1,289,787.95 €	1,307,152.36 €
Differenziale	-157,157.40 €	-161,216.00 €	-158,482.31 €	-162,541.06 €	-160,740.84 €	-164,798.58 €

In tutti i casi i differenziali sono tutti inferiori alla cifra presentata nel documento, pari a -168,925.00 €, ma quello che più si avvicina è il differenziale calcolato tramite capitalizzazione semplice con convenzione act/360.

Siamo nel dicembre 2005 quando anche il secondo contratto viene rinegoziato e ne viene firmato un altro in sostituzione.

La data di sottoscrizione del terzo derivato fu il 23 dicembre 2005, motivo per cui il secondo pagamento dell'anno del secondo derivato non fu effettuato. Il capitale nozionale era pari a 47,490,000.00€ con un up front pari a 0€.

Di seguito riportiamo il funzionamento del terzo e ultimo swap stipulato.

Swap 3	Periodo	Euribor 6M	Da Dexia a Ferrara	Da Ferrara a Dexia
	2005-2007	>4.00%	6M	2.90%
		2.30% < 6M < 4.00%	6M	6M - 0.10%
		< 2.30%	6M	2.20%
	2007-2009	>5.85%	6M	5.75%
		2.85% < 6M < 5.85%	6M	6M - 0.10%
		< 2.85%	6M	2.75%
	2009-2019	>6.50%	6M	6.40%
		4.24% < 6M < 6.50%	6M	6M - 0.10%
		< 4.24%	6M	4.14%

L'informativa procede poi a illustrare gli andamenti dei flussi di cassa, che andremo poi a verificare.

Periodo	Differenziale
2006	47,907.00 €
2007	116,884.35 €
2008	43,516.48 €
2009	-268,089.88 €
2010	-1,207,314.90 €
2011	-953,200.00 €
Totale	-2,220,297 €

I tassi Euribor a 6 mesi da prendere a riferimento sono i seguenti.

31/12/2005	2.674%
30/06/2006	3.290%
31/12/2006	3.907%
30/06/2007	4.375%
31/12/2007	4.772%
30/06/2008	5.201%
31/12/2008	3.012%
30/06/2009	1.331%
31/12/2009	1.008%
30/06/2010	1.055%
31/12/2010	1.244%
30/06/2011	1.813%

Andiamo adesso a vedere i differenziali di anno in anno a partire dal 2006. La cosa che salta subito all'occhio è come anche ora i differenziali calcolati in alcuni anni si discostino da quelli riportati sull'informativa. Se in quest'ultima le informazioni fossero state riportate in maniera più chiara si sarebbe potuto capire come i calcoli siano stati fatti, ma purtroppo non ci viene fornita alcuna informazione, come per esempio riguardo al tasso Euribor utilizzato, che ci possa far capire il perché di questi grandi scostamenti.

	Composta commerciale	Semplice commerciale	Composta civile	Semplice civile	Composta act/360	Semplice act/360
Interesse Dexia - Ferrara 1	634,737.08 €	638,952.30 €	639,988.87 €	644,203.96 €	648,937.69 €	653,151.24 €
Interesse Ferrara - Dexia 1	611,149.54 €	615,057.30 €	616,204.93 €	620,112.57 €	624,819.04 €	628,725.24 €
Interesse Dexia - Ferrara 2	779,783.68 €	786,145.50 €	786,245.30 €	792,606.97 €	797,255.96 €	803,615.40 €
Interesse Ferrara - Dexia 2	756,266.62 €	762,250.50 €	762,531.84 €	768,515.57 €	773,207.78 €	779,189.40 €
Differenziale	47,104.60 €	47,790.00 €	47,497.40 €	48,182.79 €	48,166.82 €	48,852.00 €

Nel 2006 l'Euribor è sempre stato fra le due soglie stabilite perciò il Comune ha pagato sempre un tasso pari al tasso Euribor – 0.10%. A fronte di questo, il Comune ha ricevuto dei differenziali positivi.

Nell'informativa il differenziale risulta positivo 47,907.00 €, dato che si avvicina molto a quello calcolato tramite capitalizzazione semplice con convenzione commerciale.

Andiamo adesso a vedere i calcoli relativi all'anno 2007.

	Composta commerciale	Semplice commerciale	Composta civile	Semplice civile	Composta act/360	Semplice act/360
Interesse Dexia - Ferrara 1	924,632.83 €	933,577.65 €	932,306.21 €	941,250.89 €	945,382.15 €	954,323.82 €
Interesse Ferrara - Dexia 1	901,185.73 €	909,682.65 €	908,662.71 €	917,159.49 €	921,403.92 €	929,897.82 €
Interesse Dexia - Ferrara 2	1,034,215.60 €	1,045,406.25 €	1,042,808.08 €	1,053,998.63 €	1,057,450.61 €	1,068,637.50 €
Interesse Ferrara - Dexia 2	688,002.63 €	692,955.00 €	693,698.29 €	698,650.52 €	703,403.55 €	708,354.00 €
Differenziale	369,660.08 €	376,346.25 €	372,753.29 €	379,439.51 €	378,025.28 €	384,709.50 €

Nel 2007 la differenza nei differenziali è sostanziosa. Se nei calcoli risulta un differenziale positivo intorno ai 370-380,000€, l’informativa parla di differenziali per 116,884.35 €. Una differenza rilevante che sicuramente non può essere ricondotta a diverse approssimazioni ma ad un utilizzo diverso del tasso.

Relativamente all’anno 2008 la situazione era quella esposta nella tabella che segue.

	Composta commerciale	Semplice commerciale	Composta civile	Semplice civile	Composta act/360	Semplice act/360
Interesse Dexia - Ferrara 1	924,632.83 €	933,577.65 €	932,306.21 €	941,250.89 €	945,382.15 €	954,323.82 €
Interesse Ferrara - Dexia 1	901,185.73 €	909,682.65 €	908,662.71 €	917,159.49 €	921,403.92 €	929,897.82 €
Interesse Dexia - Ferrara 2	1,034,215.60 €	1,045,406.25 €	1,042,808.08 €	1,053,998.63 €	1,057,450.61 €	1,068,637.50 €
Interesse Ferrara - Dexia 2	1,010,821.15 €	1,021,511.25 €	1,019,217.25 €	1,029,907.23 €	1,033,525.03 €	1,044,211.50 €
Differenziale	46,841.55 €	47,790.00 €	47,234.33 €	48,182.79 €	47,903.81 €	48,852.00 €

Come si può notare, nel 2008 invece le cifre si avvicinano. L’informativa ci parla di un differenziale positivo di 43,516.48 €, e quello che più si avvicina è il differenziale calcolato tramite capitalizzazione composta con convenzione commerciale.

Di seguito, la tabella presenta i risultati per l’anno 2009.

	Composta commerciale	Semplice commerciale	Composta civile	Semplice civile	Composta act/360	Semplice act/360
Interesse Dexia - Ferrara 1	714,378.04 €	719,717.40 €	720,293.67 €	725,632.89 €	730,373.81 €	735,711.12 €
Interesse Ferrara - Dexia 1	979,220.84 €	989,253.00 €	987,351.81 €	997,383.85 €	1,001,207.69 €	1,011,236.40 €
Interesse Dexia - Ferrara 2	316,991.15 €	318,042.45 €	319,605.25 €	320,656.50 €	324,059.23 €	325,110.06 €

Interesse Ferrara - Dexia 2	979,220.84 €	989,253.00 €	987,351.81 €	997,383.85 €	1,001,207.69 €	1,011,236.40 €
Differenziale	-927,072.50 €	-940,746.15 €	-934,804.70 €	-948,478.31 €	-947,982.35 €	-961,651.62 €

Se l'informativa parla di un differenziale negativo pari -268,089.88 €, nei calcoli il risultato invece è ben più importante, che va ben oltre quella cifra e arriva a sfiorare un negativo di quasi un milione di Euro. Questo risulta il secondo caso in cui il differenziale calcolato si discosta di parecchio dal differenziale che l'informativa ci presenta. Per capire se questa differenza sia dovuta ad un errato calcolo da parte nostra, andiamo a calcolare i differenziali come se venissero calcolati giornalmente. I calcoli vengono effettuati in regime di capitalizzazione composta e con la convenzione dell'anno civile. Per farlo si procede in questo modo:

- 1) Si trasformano i tassi di interessi annui in tassi di interesse giornaliero secondo la seguente formula: $i_{\text{giornaliero}} = (1 + i)^{\frac{1}{\text{giorni dell'anno}}} - 1$;
- 2) Si calcolano gli interessi pagati di giorno in giorno sia da parte della banca che da parte dell'Ente;
- 3) Si calcolano i differenziali giorno per giorno;
- 4) Si fa la sommatoria di tutti i differenziali.

Se questo procedimento viene eseguito per tutto il 2009 alla fine si ottiene un differenziale totale pari a - 1,465,942.80 €. La cifra, come possiamo ben notare, è ancora più distante dal valore fornito nel documento, a conferma che neanche tramite questa procedura diventa chiaro come i differenziali siano stati calcolati.

Procediamo con l'analisi passando al 2010.

	Composta commerciale	Semplice commerciale	Composta civile	Semplice civile	Composta act/360	Semplice act/360
Interesse Dexia - Ferrara 1	240,257.67 €	240,861.60 €	242,237.39 €	242,841.28 €	245,610.42 €	246,214.08 €
Interesse Ferrara - Dexia 1	979,220.84 €	989,253.00 €	987,351.81 €	997,383.85 €	1,001,207.69 €	1,011,236.40 €
Interesse Dexia - Ferrara 2	251,430.84 €	252,092.25 €	253,502.87 €	254,164.24 €	257,033.19 €	257,694.30 €

Interesse Ferrara - Dexia 2	979,220.84 €	989,253.00 €	987,351.81 €	997,383.85 €	1,001,207.69 €	1,011,236.40 €
Differenziale	-1,466,753.18 €	-1,485,552.15 €	-1,478,963.37 €	-1,497,762.17 €	-1,499,771.77 €	-1,518,564.42 €

Il 2010 è l'anno in cui i differenziali iniziano ad essere un macigno per l'Ente. Si passa per l'Ente ad avere perdite che sfiorano il milione e mezzo e, se sommate alle perdite dell'anno successivo di seguito riportate (anche nel 2011 superano il milione), si capisce perché l'Ente abbia chiesto una ulteriore ritrattazione del derivato che però, a seguito del mancato accordo, ha portato il Comune a intraprendere le vie giudiziarie. Andiamo allora a vedere cosa succede nel 2011.

	Composta commerciale	Semplice commerciale	Composta civile	Semplice civile	Composta act/360	Semplice act/360
Interesse Dexia - Ferrara 1	296,335.05 €	297,253.80 €	298,778.27 €	299,696.98 €	302,941.10 €	303,859.44 €
Interesse Ferrara - Dexia 1	979,220.84 €	989,253.00 €	987,351.81 €	997,383.85 €	1,001,207.69 €	1,011,236.40 €
Interesse Dexia - Ferrara 2	431,270.40 €	433,216.35 €	434,831.16 €	436,777.03 €	440,898.26 €	442,843.38 €
Interesse Ferrara - Dexia 2	979,220.84 €	989,253.00 €	987,351.81 €	997,383.85 €	1,001,207.69 €	1,011,236.40 €
Differenziale	-1,230,836.24 €	-1,248,035.85 €	-1,241,094.18 €	-1,258,293.68 €	-1,258,576.03 €	-1,275,769.98 €

Rispetto ai -953,200.00 € segnalati nel documento i calcoli si discostano di circa 300,000.00€

Come abbiamo potuto notare non c'è sempre piena coerenza fra quanto esposto dai documenti ufficiali e i calcoli. Le motivazioni potrebbero essere ricercate o nella mancanza di comunicazione di dati completi che permettano un calcolo affidabile e certo, o alla presenza di costi impliciti di cui la Banca non abbia fatto menzione nell'accordo. Ciò che è certo è che si è potuto dimostrare come l'argomento sia difficilmente esposto con chiarezza dagli Enti i quali non sempre forniscono gli

strumenti necessari per comprendere le azioni intraprese e avere una panoramica completa di quello a cui vanno o sono andati incontro.

CONCLUSIONI

Nel corso dell'elaborato abbiamo intrapreso lo studio degli swap nella Pubblica Amministrazione per capire come essi siano stati utilizzati, le loro funzionalità e la loro effettiva efficacia cercando di capire anche quanto questi strumenti siano stati utilizzati con consapevolezza da parte degli operatori degli Enti. Abbiamo quindi iniziato con l'introdurre lo strumento degli swap, uno degli strumenti più utilizzati negli anni 2000 da parte degli Enti Pubblici: abbiamo spiegato cos'è, come viene utilizzato e alcune modalità di calcolo.

Questi derivati, la cui funzione principale sarebbe quella di copertura dei rischi, sono però stati usati da alcune Banche, approfittando della minor competenza da parte degli Enti, a fini speculativi. Per questo motivo nel corso del lavoro siamo passati ad analizzare come la normativa abbia, nel corso degli anni, tentato di evolversi per proteggere gli operatori meno qualificati e per evitare che alcune Banche se ne approfittassero. Abbiamo anche visto come molte discordie fra gli Enti e le controparti finanziarie abbiano portato il tutto in tribunale, con sentenze che spesso sono andate a favore della controparte più debole. Gran parte delle dispute si sono concentrate sull'effettiva presenza di una causa concreta nel contratto. Sappiamo infatti che il contratto per avere validità deve avere anche una causa. La causa viene generalmente definita come la ragione socio-economica del contratto: nel contratto di swap la causa dovrebbe essere la copertura dal rischio di rialzo dei tassi. Se però lo strumento in concreto viene utilizzato a fini speculativi e viene a perdere quella finalità di copertura, diventa evidente come la causa stessa del contratto possa venir meno.

Infine, dalla teoria siamo passati alla pratica e abbiamo analizzato due casi concreti che ci aiutassero a capire se effettivamente gli Enti andavano a stipulare contratti dannosi e se il livello di competenza degli stessi non fosse sufficiente. Siamo così andati a dimostrare principalmente due cose:

- 1) Gli enormi danni economici apportati dallo sottoscrivere strumenti derivati fidandosi ciecamente di ciò che veniva suggerito dalla Banca. Abbiamo visto come, dalla sottoscrizione di uno swap che avrebbe portato solo che benefici al Comune di Prato, mano a mano la Banca abbia rinegoziato i contratti fino alla sottoscrizione di uno swap che ha portato enormi perdite alle casse del Comune. Interessante è stato anche andare ad analizzare come sarebbero andati a finire gli swap se non fossero stati estinti anticipatamente da altri

swap: abbiamo infatti visto come il Comune con lo swap 1 avrebbe ottenuto un guadagno, mentre, arrivati allo swap 6, il Comune si è trovato a dover pagare differenziali negativi sostanziosi.

- 2) La poca competenza nonché la poca informazione fornita dal Comune di Ferrara nei documenti ufficiali. Diventa chiaro come l'informativa fornita dal Comune, nonostante spieghi bene l'andamento della vicenda, è poco chiara e oscura negli aspetti finanziari. Non sempre infatti viene definita la modalità dei calcoli utilizzata e, chiaramente, diventa difficile riuscire a ricostruire i flussi senza dei dati ufficiali attendibili.

Diventa così comprensibile come mai la normativa abbia mano a mano vietato temporaneamente la sottoscrizione degli swap da parte degli Enti e di come gli stessi abbiano sempre meno fatto ricorso a questi strumenti.

L'argomento continua ad essere delicato e si spera che con il tempo si riesca ad arrivare ad avere un mercato regolamentato dove tutti i problemi riscontrati nell'analisi dell'elaborato non possano più ripresentarsi. Diventa perciò necessaria che vi sia sempre più trasparenza, una minore superficialità da parte degli Enti, unita a una maggiore competenza che permetta agli operatori di prendere decisioni consapevoli dei rischi corsi e che mirino al massimo beneficio per l'Ente.

Bibliografia e sitografia

“Introduzione alla matematica finanziaria”, seconda edizione, Antonella Basso, Paolo Pianca

“Il quadro normativo, in Gli strumenti finanziari derivati negli enti locali. Aspetti contrattuali, contabili e profili di responsabilità”, G. De Marco, a cura di M. ATELLI, Milano, 2008, p. 14.

“Options, futures and other derivatives”, John C. Hull, 9th edition

Decreto Ministero del Tesoro numero 420 del 5 luglio 1996

Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998

Legge Finanziaria 2002

D.M. n. 389 dell’1 dicembre 2003

Legge n. 296 del 27 dicembre 2006

Legge n.244 del 24 dicembre 2007

Legge n.133 del 6 agosto 2008

Legge n.147 del 2013

Decreto Legislativo n.236 del 2011

Direttiva 2004/39/CE sui Mercati di strumenti finanziari

Il Regolamento UE 648/2012

Il Regolamento UE 600/2014

Sentenza del Tribunale di Rimini n.1523 del 12 ottobre 2010

Sentenza del Tribunale di Milano n. 5118 del 14 aprile 2011

Sentenza del Tribunale di Verona n.2660 del 2012

Sentenza del Tribunale di Orvieto, 12 aprile 2012

Sentenza n.3459 del 18 settembre 2013 della Corte d’Appello di Milano

Sentenza Tribunale di Torino, 17 gennaio 2014 (1^a sezione)

Sentenza dell’Alta Corte di Londra n.2010

“Informativa alla Prima Commissione Consiliare di Ferrara”, 13 giugno 2012

“Introduzione sulla direttiva MIFID” www.assbb.it

www.derivati.info

www.bancaditalia.it

www.filodiritto.com

www.ilcaso.it

www.guidaconsumatori.it

www.lexitalia.it

www.ilsole24ore.it

Bloomberg