

Contratti pericolosi. In nove mesi i nuclei che hanno siglato questi strumenti ci rimettono il 44% in più

# Rischio swap per le famiglie

I sottoscrittori perdono 164 mln. Aumenta il buco maturato dalle imprese: 5,3 mld

In soli tre mesi torna a crescere il numero delle imprese che sottoscrivono derivati ma, soprattutto, continuano ad aumentare le loro perdite economiche (359 milioni a favore delle banche). Non solo. Gli swap delle amministrazioni pubbliche perdono 1,2 miliardi ma potrebbero essere 14,6. Per i primi 9 mesi del 2007, invece, spunta un dato allarmante poco considerato fino ad adesso: sono 6.377 le famiglie che hanno sottoscritto derivati con una perdita di 164 milioni (+44% rispetto al 31 dicembre 2006). Ma andiamo con ordine.

## I derivati delle imprese

In base ai dati tratti dalla base informativa pubblica di Bankitalia, nel trimestre 30 giugno-30 settembre 2007 si è avuta una riduzione generale del mark to market da 36 a 33 miliardi. È questa cioè la cifra da restituire alle banche se, per esempio, imprese, amministrazioni pubbliche, società finanziarie, famiglie, liquidassero i contratti. Questo cambiamento, però, non ha interessato le aziende che non solo sono aumentate a 34.573 (l'11% in più rispetto al trimestre 31 marzo-30 giugno 2007) ma vedono un peggioramento della loro posizione da 4,9 a 5,3 miliardi. Il motivo delle perdite è sempre lo "stesso": negli ultimi tempi i tassi di interesse sono cresciuti e ciò dimostra che buona parte delle aziende coinvolte sono state mal consigliate dalle banche che hanno fatto sottoscrivere loro derivati lontani dal proteggerle dal rialzo dei tassi.

## I contratti degli enti pubblici

Situazione decisamente più "positiva" per le amministrazioni pubbliche e le società finanziarie che vedono ridursi (sempre dal 30 giugno al 30 settembre 2007) le perdite rispettivamente del 9,75% (a 1,2 miliardi) e del 13,75% (a 13,4 miliardi). I dati sembrerebbero

ro a favore delle amministrazioni pubbliche che nel 2003 perdevano 6,6 miliardi e adesso invece "soltanto" 1,2. In deciso calo. Ma potrebbe non essere così perché rimane il dubbio che sotto la voce «società finanziarie» potrebbero rientrare attività economiche in qualche modo connesse con le amministrazioni pubbliche (per esempio, con la costituzione di fondi fuori bilancio, oppure all'interno dei fondi di garanzia a fronte delle emissioni obbligazionarie, i cosiddetti sinking funds).

«Gli enti pubblici non rientrano tra le società finanziarie - spiegano da Bankitalia -, coerentemente con le istruzioni alle banche per le segnalazioni alla Centrale dei rischi. Non siamo in grado di assicurare con certezza, ovviamente, che una banca, di sua spontanea iniziativa, non possa aver segnalato tra le società finanziarie una specifica finanziaria Spa che graviti nell'ambito pubblico.

Una verifica sarebbe possibile - continuano da via Nazionale - solo caso per caso, partendo da esempi relativi a singole società finanziarie pseudo-pubbliche. È certo, in ogni caso, che anche se esistesse, il fenomeno di errata classificazione sarebbe senza dubbio quantitativamente marginale». La spiegazione di Palazzo Koch non elimina però tutti i dubbi e allo stato attuale la perdita delle amministrazioni pubbliche potrebbe arrivare a 14,6 miliardi (uno in meno rispetto a tre mesi prima) e non a 1,2.

## Gli swap delle famiglie

Degno di nota e di preoccupazione è l'aumento della diffusione del fenomeno derivati presso le «famiglie consumatrici», così vengono chiamate dalla banca dati di Bankitalia, che passano da 4.916 (di fine dicembre 2006) a 6.377 per una perdita potenziale complessiva che passa da 114 a 164 milioni. La domanda nasce a questo punto spontanea: ma su cosa devono proteggersi le famiglie se non dal rialzo del tasso variabile sul mutuo stipulato con la banca? E, se così fosse, perché non consigliare un semplice mutuo a tasso fisso che faccia evitare il rischio del caro-rata? Insomma, perché un derivato?

pagina a cura di  
**Marcello Frisone**  
m.frisone@ilssole24ore.com

## Comune di Ossonona (Mi). Rinegoziazioni nel mirino della Corte dei Conti I costi occulti di Bnl

La rinegoziazione di uno swap deve essere attentamente valutata nei suoi rischi e opportunità attraverso specifiche analisi finanziarie. È quanto emerge dalla deliberazione n. 19/2008 della Corte dei Conti della Lombardia in merito a uno swap sottoscritto tra il Comune di Ossonona (Mi) e Bnl. E tutto ciò riveste ancora più importanza se consideriamo quante volte la rubrica «Derivati chiari» si è soffermata sugli aspetti delle commissioni occulte.

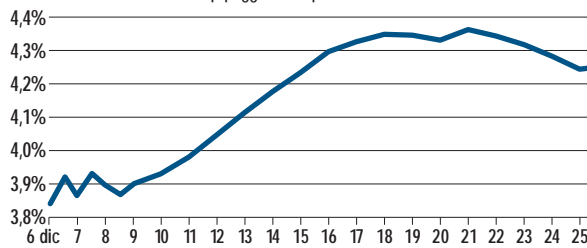
### I fatti

L'ente, al fine di ridurre il tasso d'interesse fisso del 5,80% pagato sui propri mutui, il 27 giugno 2005 conclude un contratto swap con Bnl trasformando il costo del proprio debito in variabile, allettato anche dai tassi inferiori al 3%. Il 26 ottobre 2006, nonostante i tassi fossero previsti in salita (si veda il grafico sopra), al Comune è stato consigliato di sostituire il contratto con uno nuovo che prevede un nozionale (si veda l'articolo in fondo) iniziale di 3.732.326,82 € decrescente fino al 2026 in linea con il rimborso periodico dei mutui sottostanti. Il Comune incassa, ogni sei mesi, un tasso fisso pari a quello pagato sui mutui (5,8%), mentre paga per i primi tre semestri un tasso fisso del 5,5%, quindi più basso di quello incassato: a partire dal 2008, però, l'ente paga l'Euribor 6m (attualmente al 4,73%) più uno spread del 2,34%.

Il contratto, tuttavia, prevede un tasso massimo (opzione cap) pari all'8,64% spread compreso. Ciò vuol dire che se l'Euribor 6m dovesse crescere oltre il 6,30%, l'ente pagherebbe al massimo 6,30% più lo spread del 2,34%. Al momento del passaggio dal vecchio all'attuale swap la valutazione del primo contratto era negativa per il Comune per 231mila €: il nuovo prodotto, quindi, dovendo riassorbire la perdita del precedente, parte già da una situazione di svantaggio per l'ente. «Il nuovo swap inoltre - sostiene Massimo Palumbo di Cfi &

### Le aspettative di 17 mesi fa sui tassi

I valori forward (quindi previsionali) dell'Euribor 6 mesi al 26 ottobre 2006, quando fu sottoscritto il secondo swap peggiorativo per il Comune



Partners di Pescara - ha un valore negativo maggiore di 231mila €, in quanto al suo interno contiene una serie di costi e commissioni bancarie che l'ente non riesce a percepire in anticipo».

### La Finanziaria 2008

Il comma 383, articolo 1, della legge 244/2007 stabilisce che gli enti debbano allegare al bilancio una nota che indichi quale sia la valutazione degli oneri e degli impegni finanziari derivanti dalla sottoscrizione di derivati. Su questo punto si è soffermata ancora la Corte dei Conti Lombardia che, proprio in relazione ai rischi connessi a questi prodotti, ha ribadito la necessità di allegare tale nota esplicativa tanto al bilancio consuntivo quanto e soprattutto a quello preventivo. È in questa fase, infatti, che l'amministrazione, laddove preveda di avere dallo swap flussi in uscita, deve vincolare una parte delle entrate ovvero degli avanzi di gestione al finanziamento di questa spesa, come suggeriscono le regole di sana e prudente gestione.

### Il futuro

A questo punto l'ente non ha altre scelte che quella di gestire il prodotto, facendo fronte con le proprie entrate ai flussi negativi dello swap, oppure adire le vie legali laddove i danni prodotti dalle operazioni in derivati siano superiori ai vantaggi ottenuti.

Per cercare di capirne di più inviate il vostro contratto derivato (o la vostra obbligazione strutturata) in formato Pdf all'indirizzo e-mail: plus@ilssole24ore.com. Nell'oggetto riportare la dicitura «Derivati chiari» e il nome dell'azienda, del Comune o dell'investitore.



di Mario Platero

## Lehman e la psicosi collettiva

Che ne dite di un bond convertibile in dollari che rende il 7,5% in attesa di un prezzo adeguato per la conversione? Il titolo c'è, è l'obbligazione al 7,5%, valore nominale 1.000 dollari, raccolta oltre 4 miliardi di dollari, convertibile in azioni Lehman a un prezzo di 49,87 dollari, un premio del 33% sulla chiusura del giorno prima dell'emissione, a quota 37,64 dollari. Che fare? Rischiare sui bancari? Il vantaggio è che lo strumento, per una volta, è semplice. Aggiungo, il capo di Lehman, Dick Fuld, mi è sempre sembrato un uomo solido, deciso, che sa il fatto suo, uno dei migliori banchieri a Wall Street. Eppure, anche i fondi sovrani o il finanziere britannico Joe Lewis pensavano di acquistare un titolo sicuro quando hanno investito miliardi di dollari in Bear Stearns. Poi hanno perso quasi tutto. E notizie di forti rischi Lehman giravano proprio nei giorni antecedenti all'emissione. Ho avuto un documento interno che Lehman ha inviato ai dipendenti quando il 27 marzo alcuni speculatori dicevano che la banca sarebbe fallita. Documento che rassicurava i dipendenti, rispondendo punto per punto alle voci di mercato. Ve lo giro per curiosità, per darvi un'idea della volatilità, della psicosi da agguato che gira ancora a Wall Street.

### Voci di mercato:

L'altra notte per necessità, abbiamo attinto in modo significativo dalla Fed.

### I fatti reali:

L'altra notte non abbiamo usato gli sportelli della Fed.

### Voci:

Abbiamo una forte esposizione su una perdita inattesa legata a banche islandesi.

### Fatti:

Non abbiamo né esposizioni né perdite con banche islandesi.

### Voci:

Abbiamo interrotto il piano di riacquisto di nostri titoli.

### Fatti:

Il nostro piano per riacquisto dei nostri titoli continua

### Voci:

Non abbiamo liquidità

### Fatti:

La nostra liquidità disponibile ammonta a 200 miliardi di dollari, un aumento su quanto abbiamo annunciato lo scorso 18 marzo. E l'indicazione più incredibile di tutte di ieri era che avremmo chiesto oggi la bacarotta secondo il Chapter 11.

### Fatti:

Abbiamo detto abbastanza. Chiudo: il titolo Lehman in fine settimana era già a quota 45 dollari.

mplatero@ilssole24ore.it

## La mappa

Valore degli swap stipulati con le banche e ripartizione geografica. Dati al 30/9/07

	N. affidati	Mtm (mln €)	Var. Mtm (mln €)	Var. Mtm (%)
Totale settori	42.535	33.347	-2.667	-7,4
Amministrazioni pubb.	634	1.219	-132	-9,75
Società e quasi società non finanziarie	32.218	5.268	359	7,3
Resto del mondo	265	13.240	-748	-5,35
Società finanziarie	686	13.427	-2.141	-13,75
Famiglie produttrici	2.355	29.553	-1	-4,67
Famiglie consumatrici, istituzioni, società priv.	6.377	164	-1	43,98*
Localizzazione	N. imprese	Mtm (mln €)	Var Mtm (in %)	Var. % n. impr.
Nord-Ovest	13.895	2.705	22	12
Nord-Est	10.067	1.064	-22	5
Centro	5.824	1.010	11	16
Meridionale	3.556	390	7	16
Isole	1.231	127	37	15
Totale	34.573	5.297	7	11

Nota: Mtm-mark to market rispetto al 30/06/07; (\*) rispetto al 31/12/06

Fonte: elaborazione Tiche su dati Bankitalia

## I paletti dei magistrati contabili

# Quattro le regole base per stipulare accordi

Quattro sono i criteri che devono essere osservati dagli enti territoriali che intendono sottoscrivere derivati: riduzione del costo finale del debito; riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato; accessibilità rispetto a passività effettivamente dovute; contenimento dei rischi di credito assunti. Questi sono i paletti dettati dalla Corte dei Conti Lombardia

contenuti nelle deliberazioni 596/2007 (si veda «Plus24» del 29 marzo) e 19/2008.

Tuttavia, sostiene la Corte, non sempre la riduzione del costo del debito può essere accompagnata dalla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato. Infatti, come avvenuto nel caso del Comune di Ossonona, il passaggio da un tasso fisso a uno variabile, sebbene

possa risultare conveniente in un primo momento, comporta necessariamente l'esposizione dell'ente al rischio di rialzo dei tassi d'interesse. Allo stesso modo, prosegue la Corte, il passaggio da un tasso variabile a uno fisso, riducendo il rischio può comportare un maggior costo del debito. «Tuttavia - sostiene Palumbo - data l'attuale situazione dei tassi, un ente che con lo swap ha trasformato il proprio debito da fisso a variabile, laddove facesse una manovra inversa, potrebbe contemporaneamente ottenere entrambi i risultati».