

I punti contestati. Dal conflitto d'interesse delle banche alla non-convenienza economica dello swap

# Milano, l'altolà della Corte Conti

Sono state troppe e frequenti le rinegoziazioni proposte all'ente

Conflitto d'interesse (delle banche), metodo di selezione (delle banche) frettoloso, calcolo non sufficiente (delle banche) della convenienza economica dello swap, incomprensibili ristrutturazioni (delle banche) dei contratti derivati. Sono tanti, e variegati, i punti contestati dalla sezione lombarda della Corte dei Conti che nella delibera 52/2008 mette sotto analisi l'operazione in derivati che ha affiancato il prestito obbligazionario emesso dal Comune di Milano nel 2005 (si veda «Plus24» del 12 aprile scorso). Vediamone alcuni.

## La selezione degli istituti

Un primo aspetto evidenziato dalla Corte riguarda il procedimento di selezione dei quattro istituti (Deutsche Bank, Depfa Bank, Jp Morgan e Ubs) effettuato in maniera molto rapida (di per sé cosa non necessariamente negativa). Il punto contestato è piuttosto un altro: non sono stati richiesti ex ante dettagli sulle varie proposte presenta-

te dalle banche privando di conseguenza il Comune di un importante criterio di valutazione. Gli unici elementi di selezione, infatti, sono stati relativi alla commissione che gli intermediari avrebbero applicato (soltanto in teoria molto contenuti) e all'esperienza in precedenti attività di ristrutturazione.

## La non convenienza economica

Un altro aspetto evidenziato è che l'analisi precedente l'approvazione dell'emissione obbligazionaria e dei relativi contratti in derivati è stata effettuata su base prettamente finanziaria (cioè dei flussi di pagamento previsti), senza l'integrazione con una più completa analisi economica relativa al complessivo valore del contratto, considerando tutti i diritti (anche opzionali) che il Comune di Milano andava a ricevere e/o cedere attraverso la sottoscrizione dei derivati. Inoltre, la Corte ha evidenziato come quest'analisi sia stata fornita al Comune di Milano dalle stesse banche controparte dell'operazione, palesando così un evidente conflitto di interessi. Infine, è stato sottolineato che il contratto viene redatto esclusivamente in lingua inglese ed è sottoposto alla giurisdizione britannica: in caso di contenzioso il Comune dovrebbe rivolgersi ai giudici del Regno Unito, con

maggiori oneri e notevoli difficoltà di ordine pratico.

## Rinegoziazioni e rischi

Andando poi ad analizzare gli aspetti più tecnici dell'operazione, la Corte Conti si sofferma in particolare su due aspetti: le continue ristrutturazioni dell'operazione (sei in circa due anni) e i termini sfavorevoli per il Comune relativamente al rischio controparte.

Riguardo al primo aspetto la Corte sottolinea come, soli due mesi dopo la stipula dei derivati, siano state implementate una serie di ristrutturazioni con caratteristiche sempre più penalizzanti per l'ente meneghino. «Su questo aspetto - afferma Jacopo Cecatelli della società di consulenza indipendente JC&Associati - non si riesce a comprendere il significato economico di queste ristrutturazioni, che alzano progressivamente i tassi minimi e massimi pagabili dall'ente in concomitanza con tassi di mercato sempre più elevati. È probabile che le decisioni siano state prese sulla base di valutazioni finanziarie di breve periodo, ignorando le implicazioni economiche di lungo periodo che ricadranno sulle successive amministrazioni».

Un altro aspetto sul quale la Corte sembra dissentire dall'interpretazione fornita dal Comune, è che quattro delle

## IL CASO

### Il mini-bond meneghino

Il Comune di Milano nel giugno 2005 ha emesso un prestito obbligazionario con scadenza nel 2035 per quasi 1,7 miliardi che garantisce ai sottoscrittori un pagamento del tasso fisso del 4,019%.

### L'irs collar

Parallelamente all'emissione, il municipio stipulava con Deutsche Bank, Depfa Bank, Jp Morgan e Ubs un «irs collar» in cui si trasformavano i flussi di pagamento (su un notionale sempre di 1,7 miliardi ripartito equamente tra gli istituti) da tasso fisso (sempre del 4,019%) a uno variabile.

### Operazione svantaggiosa

Questo contratto nella migliore delle ipotesi avrebbe fatto guadagnare al Comune lo 0,530%, contro un rischio di perdita massima annua del 2,171% (da aggiungere al 4,019%). Inoltre, se il comune decidesse oggi di chiudere la posizione dovrebbe sborsare oltre 250 milioni (tra questi vanno segnalati 50 milioni di costi operativi applicati dalle banche).

### Gli altri rischi

Il meccanismo di rimborso progressivo introdotto nello swap equivale a una sorta di finanziamento che il Comune fa alle banche, supportandone quindi il rischio di credito. Se, infatti, le banche coinvolte dovessero dichiarare insolvenza, il Comune di Milano si troverebbe in grosse difficoltà.

sei ristrutturazioni sono state effettuate dalla Giunta senza un'adeguata delibera del Consiglio comunale, sulla base del fatto che si trattava di una semplice "manutenzione" di un'operazione già in essere.

## I termini sfavorevoli

Relativamente all'aspetto dei termini sfavorevoli in relazione al rischio controparte, la Corte evidenzia come questo aspetto sarebbe stato almeno in parte "sanato" attraverso l'ultima ristrutturazione, con la vendita di un Credit default swap (Cds) sulla Repubblica italiana, a fronte del quale il Comune ha ottenuto un diritto di pegno su un conto vincolato nel quale confluiscono tutti i pagamenti relativi al piano di ammortamento (si veda in proposito l'analisi dell'operazione effettuata da «Plus24» del 12 aprile), con l'obbligo per le banche di investire in titoli di Stato italiani.

Dalle informazioni in possesso del Sole-24 Ore, però, questo diritto di pegno non proteggerebbe il Comune nel caso di insolvenza di uno degli istituti in quanto non consente alcuna azione autonoma e preventiva sul conto ma garantisce soltanto una precedenza rispetto ad altri creditori "post evento" di insolvenza. Da questo punto di vista, quindi, le garanzie ottenute dal Comune con l'ultima ristrutturazione non sarebbero tutt'altro che tranquillizzanti e risolutive relativamente alla problematica del rischio controparte.