

PROVINCIA DI PESARO E URBINO

ALLEGATO ALLA RELAZIONE ILLUSTRATIVA AL RENDICONTO DELL'ESERCIZIO 2008

NOTA INTEGRATIVA IN MERITO AI CONTRATTI IN STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI AI SENSI DELL'ART. 1, C. 383, LEGGE FINANZIARIA 2008

Nell'ottica di un controllo dinamico del proprio portafoglio e di gestione attiva del proprio indebitamento, la Provincia di Pesaro e Urbino aveva in essere anche per il 2008 due contratti di Interest Rate Swap, con due controparti differenti: *Dexia Crediop Spa* e *Nomura Gfl Inc.*, selezionate per comprovate esperienza e professionalità nel settore e per la particolare competitività delle proposte presentate (ricordiamo che non esistono in materia specifici vincoli giuridici attinenti alle procedure di selezione delle controparti).

Le finalità delle due operazioni - peraltro meglio dettagliate nelle schede riassuntive di seguito riportate - risultano differenti, anche se comunque riconducibili al filo conduttore comune della **riduzione del rischio assunto dall'ente a tasso variabile** e del **tentativo di adeguare il più possibile il tasso passivo di parte dell'indebitamento storico alle condizioni di mercato** vigenti al momento della chiusura dei contratti che, come noto, hanno subito notevoli mutamenti negli ultimi 2/3 anni - e particolarmente a partire dalla seconda metà del 2007 - dovuti alle variate condizioni delle leve macro e micro economiche su base mondiale.

Le due operazioni rientrano nell'ambito delle fattispecie delineate dal *D.M. 1 dicembre 2003, n. 389* (in particolare, art. 3) - norma di attuazione dell'art. 41 della Legge n. 448/2001 (Finanziaria 2002) - e puntualizzate dalla successiva *Circ. MEF del 27 maggio 2004* (in particolare, punto 3). Peraltro, entrambe le operazioni, seppur precedenti, rispettano sostanzialmente il dettato dell'art. 1, comma 736 della *L. 27/12/2006, n. 296* (Finanziaria 2007) in termini di attenzione alla riduzione del costo finale del debito; di riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato; di corrispondenza dello swap a passività effettivamente dovute dall'ente.

In merito alla necessità di implementare una gestione attiva del debito, anche la Corte dei Conti (v. *Relazione sulla gestione finanziaria delle Regioni 2006/2007*) ha ricordato come “*sin dai primi anni 2000, l'ingresso dell'Italia nell'area della moneta unica abbia comportato una riduzione significativa dei tassi di interesse di cui le Amministrazioni locali, per lo più indebitate a tasso fisso, non avrebbero potuto beneficiare se non attraverso una rinegoziazione del debito, non sempre possibile e per giunta costosa, in alternativa alla quale il ricorso ai derivati ha rappresentato una conveniente soluzione.*”

Come è noto, attualmente - e per un anno a partire dal 25/06/2008 - è fatto divieto di stipulare nuovi contratti di finanza derivata, in ossequio al disposto dell'art. 62, c. 6 del D.L. 25/06/2008, n. 112 conv. nella L. 06/08/2008, n. 133, così come sost. dall'art. 3 della L. 22/12/2008, n. 203, in attesa comunque dell'emanazione di un nuovo regolamento da approvare con D.M.. Resta ferma, peraltro, la possibilità di ristrutturare contratti già in essere a seguito di modifica delle passività sottostanti.

L'impatto della straordinaria situazione del mercato dei tassi, relativamente all'anno 2008, ha portato ad una radicale modifica delle condizioni presenti al momento delle chiusure dei due contratti.

Per l'operazione conclusa con *Dexia Crediop Spa* (copertura di parte del debito a Tv con cap, legato ad un floor) si rileva un margine positivo di ca. € 73.000,00 a favore dell'Ente, con un sostanziale spostamento dell'effetto negativo del mercato - dovuto a un repentino ribasso della curva dell'Euribor 6M - a partire dal 2009, con oneri che saranno presumibilmente a carico dell'Ente, in considerazione dell'attuale valore del floor (3,97%). Peraltro, il costo della struttura viene ampiamente coperto dai notevoli margini di risparmio che dovrebbero concretizzarsi a fronte dell'inaspettata brusca discesa dell'indice di riferimento.

L'operazione conclusa con *Nomura Gfl Inc.* ha dovuto sostenere, per il 2008, un costo di circa € 267.800,00, dovuto allo scostamento dei tassi di mercato dalle soglie di riferimento del “corridoio” definito al momento di chiusura del contratto (dicembre 2004). La Provincia sta, in effetti, valutando le condizioni di convenienza di un eventuale intervento di rimodulazione dell'operazione conclusa con *Nomura Gfl Inc.*, stanti le

particolari condizioni del mercato dei tassi, ed in considerazione delle attuali curve forward, che potrebbero consigliare di riposizionarsi su strutture più legate all'andamento del tasso variabile.

Va tenuto comunque presente che i contratti derivati, per loro natura, non sono in grado né di modificare la consistenza del debito sottostante, creando nuovo debito, né di incidere, aumentandolo o diminuendolo, sul debito già in essere: in altre parole, essi rappresentano non già debito ulteriore – od operazioni rientranti nel novero delle forme di indebitamento - ma semplicemente uno “*strumento di gestione del debito*” (v. Circ. Min. 22/06/2007).

Peraltro, le finalità di gestione del debito perseguite dagli enti con l'utilizzo di strumenti di finanza derivata non possono essere definibili a priori in termini di “predilezione” per il tasso fisso ovvero per quello variabile, così come avviene al momento della stipula di mutui o dell'emissione di prestiti obbligazionari. L'assunzione, quindi, del rischio può essere sostanzialmente ricondotta alla stessa matrice: in effetti, la scelta per l'ente, ad esempio, di un tasso fisso in un momento di particolare contenimento dei tassi variabili – come sta accadendo in questo frangente – potrebbe rivelarsi ex post non conveniente.

Poiché dunque l'evoluzione dei tassi non è ipotizzabile a priori, l'assunzione del rischio - ineliminabile – viene accettato dal legislatore, che autorizza le Amministrazioni ad indebitarsi sia “a fisso” sia “a variabile”, ed anche ad utilizzare strumenti finanziari “alternativi” ed “innovativi”, ovviamente nel pieno rispetto della normativa vigente.

In quest'ottica, in considerazione del fatto che i differenziali in entrata ed in uscita degli swap servono, in realtà, a rendere concreto il “passaggio” da una tipologia di tasso ad un'altra, potrebbe essere fuorviante la loro individuazione in termini di guadagno o perdita, considerato che la causa giuridica a base del contratto, peraltro contenuta nelle norme, è proprio quella di procedere alla modifica dei “profili di pagamento” originali. Lo scopo contrattuale è, cioè, proprio quello di generare un nuovo flusso complessivo per la parte interessi legata all'operazione, che va a sostituire interamente il profilo originario.

Dunque, come è emerso anche nella recente audizione presso la VI Comm. “Finanze e Tesoro” del Senato (seduta del 1° aprile 2009): *“la valutazione dell'efficacia della gestione del debito mediante l'utilizzo di strumenti derivati, in termini di combinazione adottata di rischio e di costo, potrà essere fatta solo una volta che la posizione complessiva sarà arrivata alla sua scadenza contrattuale (e)...nel caso in cui lo strumento derivato abbia ex post aggravato il costo del debito ciò potrebbe comunque essere dovuto al fatto che è stato privilegiato il contenimento del rischio nell'ottica di una gestione sana e prudente, e questa scelta ha comportato un costo che rappresenta il prezzo della protezione”*.

Si sottolinea che la Provincia – avendo preso da tempo piena coscienza dei rischi e delle caratteristiche degli strumenti derivati - ha avuto sempre ben presente l'estrema complessità di tali strumenti, e la necessità di dovervi dedicare particolare e costante attenzione: per questo ha cercato, pur con mezzi e strutture limitate, di effettuare un costante monitoraggio delle proprie posizioni, sia in termini di Mark-to Market, sia in termini di flussi attesi e costo complessivo dell'indebitamento, provvedendo comunque ad accantonare le somme rinvenienti da flussi positivi a garanzia di eventuali costi da sostenere.

A tal proposito, è stato richiesto – a partire dall'anno 2008 – l'ausilio della struttura tecnico-amministrativa del Ce.S.F.E.L. (Centro Servizi Finanza Enti Locali) Emilia-Romagna, che consente, tra l'altro, di aggiornare i valori di mercato ed i flussi attesi delle operazioni in essere.

Si ricorda, infine, che per entrambe le operazioni la Provincia ha evitato di richiedere “*up-front*” ovvero anticipazione di “premi di liquidità” sul valore complessivo del nozionale - pur essendo oggi consentito nel limite massimo dell'1% del nozionale stesso - proprio per diminuire ulteriormente il proprio rischio, ed anche alla luce della più recente giurisprudenza della Corte dei Conti, che considera comunque l'anticipazione come forma di indebitamento, a differenza, invece, dello strumento derivato in sé (v. anche Circ. MEF 31/01/2007 e 22/06/2007, n. 6301).

La Tavola di sintesi fotografa, in dettaglio, le due operazioni al **31/12/2008**

TAVOLA DI SINTESI DELLE OPERAZIONI IN ESSERE ALLA DATA DEL 31/12/2008

Caratteristiche struttura	Controparte	Tipologia sottostante	Nozionale Residuo	Durata	Valore di Mercato	Flussi 2008
Collar con floor e cap costanti, tasso ricevuto in advance +0,05% e tasso pagato in arrears	DEXIA CREDIOP	Variabile	17.611.948	22/12/2005 31/12/2025	-1.095.000	73.210
Riduzione del tasso fisso pagato sul sottostante attraverso la vendita di opzioni che aumentano il tasso pagato se il tasso variabile fissa alle scadenze al di fuori di un corridoio crescente	NOMURA	Fisso	23.860.733	16/12/2004 28/06/2030	-1.490.000	- 267.843
TOT.			41.472.681		-2.585.000 (*)	-194.633(*)

(*) pari, in termini percentuali, rispettivamente, al 6,24% ed allo 0,47% sul nozionale complessivo residuo sottostante Si ricorda che il Valore di Mercato negativo, trattandosi anche di operazioni di copertura, non rappresenta necessariamente un elemento di criticità.

Da sottolineare, inoltre, come – all'avverarsi di condizioni di tasso quali quelle descritte dall'attuale curva *forward* - ad un Valore di Mercato negativo non debbano necessariamente corrispondere differenziali negativi di pari entità, quando non addirittura positivi, come evidenziato dalle previsioni di flussi riportate nei dettagli.

DETTAGLIO DELLE OPERAZIONI IN ESSERE:

1) CONTRATTO DI IRS STIPULATO CON DEXIA CREDIOP:

data operazione: 21/12/2005
 nozionale iniziale: € 19.201.081,68
 debito sottostante:

n.	ISIN CODE	Tipologia tasso	Scadenza
1	IT0003107510 (2001/2035)	<i>Euribor 6 mesi</i> + 0,474%	31.12.2035
2	IT0003185680 (2001/2036)	<i>Euribor 6 mesi</i> +0,454%	30.06.2036
3	IT0003274666 (2002/2036)	<i>Euribor 6 mesi</i> +0,324%	31.12.2036
4	IT0003051692 (2000/2021)	<i>Euribor 6 mesi</i> +0,19%	01.01.2021
5	IT0001497434 (2000/2020)	<i>Euribor 6 mesi</i> +0,198%	01.07.2020

Funzione di copertura del rischio di tasso (da TV a TF) mediante strike differenziati nel tempo, con previsione di un Cap (6,99%) sull'Euribor 6M.

La Provincia, nel periodo di riferimento, andrà a pagare un tasso fisso del **3,97%** con Euribor 6M <= al 3,97% ed un tasso massimo del **6,99%** qualora l'Euribor 6M superi tale soglia (tasso del 31/03/09: **1,68%**). In caso di posizionamento entro il *collar* (**3,97% - 6,99%**) è previsto in sostanza uno scambio di flussi indicizzati all'Euribor 6M, pur con rilevazione differenziata (Dexia *in advance* – Provincia *in arrears*) e con margine fisso a favore della Provincia dello 0,005% semestrale.

La copertura incide su un nozionale che rappresenta ca. il 27,5% del totale dell'attuale debito a Tasso Variabile della Provincia (a sua volta ca. il 55% del totale dell'indebitamento dell'ente).

La struttura sconta l'assorbimento di *netting* negativo (anno 2006) a carico dell'Ente e la variazione delle condizioni di mercato che hanno inciso sull'iniziale operazione IRS del 20/02/2003, sempre conclusa con Dexia, che ricalcava sostanzialmente le stesse finalità. Si è ritenuto, in quest'ottica, di allungare i termini dell'operazione iniziale, prolungando la durata dal 2013 al 2025, con ciò evitando di consolidare il flusso negativo del 2006 e di rifinanziare la struttura tramite l'ampliamento del nozionale, in considerazione di un trend di stagnazione dei tassi ovvero di un'inversione dell'impostazione della curva, come si sta effettivamente verificando, capace eventualmente di far recuperare valore di mercato alla struttura, a meno di uno scostamento eccessivo dallo strike-floor (3,97).

L'alea del contratto, in termini di costo/netting, è rappresentata, in particolare, dalla forbice del tasso tra due periodi di rilevazione, considerato il diverso momento in cui esso avviene per l'Ente (10 gg. lavorativi antecedenti la fine semestre) e per la controparte (2 gg. lavorativi antecedenti la data di inizio semestre). Eventuali pagamenti per il costo della copertura si avrebbero anche nel caso di posizionamento dell'Euribor 6M al di sotto dello strike 3,97%, tanto maggiori quanto maggiore è lo scostamento dalla soglia.

Risultato storico:

IRS 30/06/2002 – 30/06/2004: + € 386.077

(swap estinto su nozionale mutui Cassa DD.PP. di € 30.692.807 TF <> TV)

IRS 30/06/2003 – 30/06/2005: + € 148.059 (rimodulazione)

IRS 30/06/2005 – 30/06/2008: - € 178.169

IRS 30/06/2008 – 31/12/2008- + € 73.210

Differenziali compl. (31/12/08): **+ € 514.177**

2) CONTRATTO DI IRS STIPULATO CON NOMURA:

data operazione: 16/12/2004

nozionale iniziale: € 28.373.866,66

debito sottostante: totalità dei mutui contratti con Cassa Depositi e Prestiti al 31/12/2006

Funzione di riduzione del costo finale del debito e, contemporaneamente, di copertura del rischio di tasso per una parte dei mutui rinegoziati con CDP nel 2003 (la rinegoziazione prevede infatti uno "swap implicito" che comporterebbe a carico dell'ente uno *spread* di +30 b.p. all'eventuale raggiungimento della soglia del 5,50% da parte dell'Euribor 6M).

La Provincia punta a ridurre il costo dell'ammortamento in conto interessi del complessivo debito-Cassa, cautelandosi, per la parte dei mutui rinegoziati (pari a ca. i 2/3), dall'eventuale sfioramento della barriera 5,50 da parte dell'Euribor 6M.

La struttura prevede un *collar step-up* con *strike floor* che vanno dall'1,75 al 4,75 e *strike cap* che vanno dal 4,5 al 5,50.

In caso di rispetto degli strike del collar la Provincia risparmia una quota della parte interessi da retrocedere a CDP (abbattimento di ca. 0,35%, al **5,48%**): in caso contrario versa comunque un TF massimo, pari al **6,71%** (a fronte di un tasso medio attuale di indebitamento sul nozionale del **5,83%**).

L'alea del contratto, in termini di costo/netting, si avvererebbe – come verificatosi per il 2008 - in caso di nuovo repentino innalzamento dei tassi nel breve periodo, o di perdurare di un trend estremamente ribassista, mentre la struttura acquisirebbe valore ipotetico in caso di trend della curva impostato in chiave ribassista, ma con valori in grado di stabilizzarsi su strike-floor intorno al 3,75/4,00%.

Risultato storico:

Differenziali compl. (AL 31/12/08): -€ **93.775**

\$

Analisi dell'incidenza dei differenziali complessivi annui di operazioni in derivati in relazione ad alcuni indicatori (rata ammortamento complessiva, entrate/spese correnti):

	A	B	C	D					
ANNO	RATA COMPL. (cap + int)	INTERESSI	ENTR. CORRENTI (TIT. I, II, III)	DIFF. DERIVATI		D/spese correnti %	D/A %	D/B %	D/C %
2008	10.370.072	5.693.884	89.059.743	- 194.631		-0,235	-1,877	- 3,418	- 0,219

Incidenza % degli interessi su entrate e spese correnti (comprensivo dei flussi/swap):

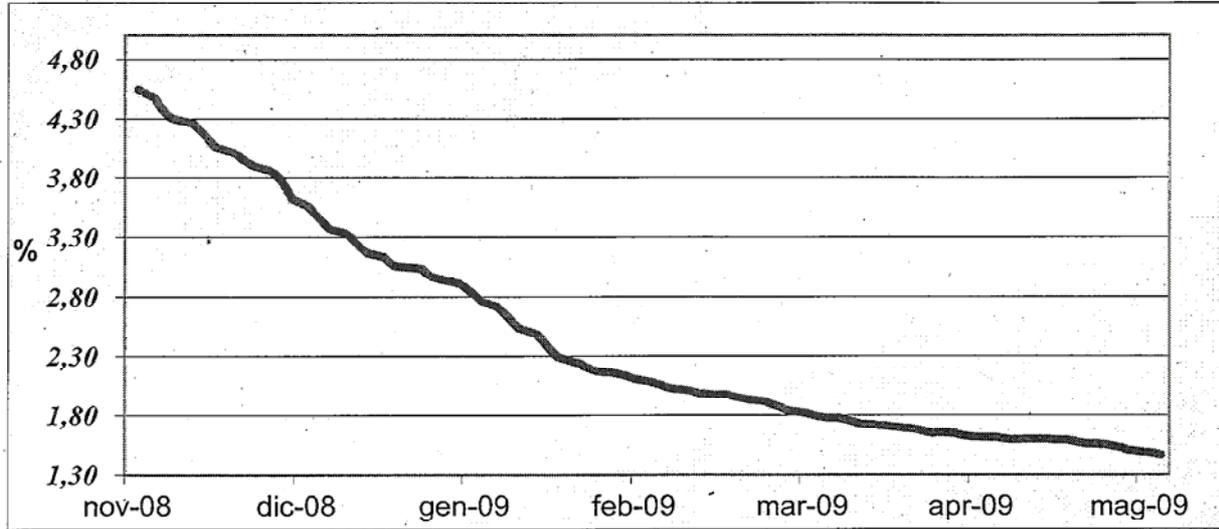
ANNO	INTERESSI	ENTR. CORRENTI (TIT. I, II, III)	SPESE CORRENTI	INCID. % su Entrate correnti	INCID. % su spese correnti	Interessi + flussi swap su spesa corr.
2008	5.693.884	89.059.743	82.712.254	6,393	6,844	7,119

Tasso medio del debito **ANNO 2008:** **5,11%**

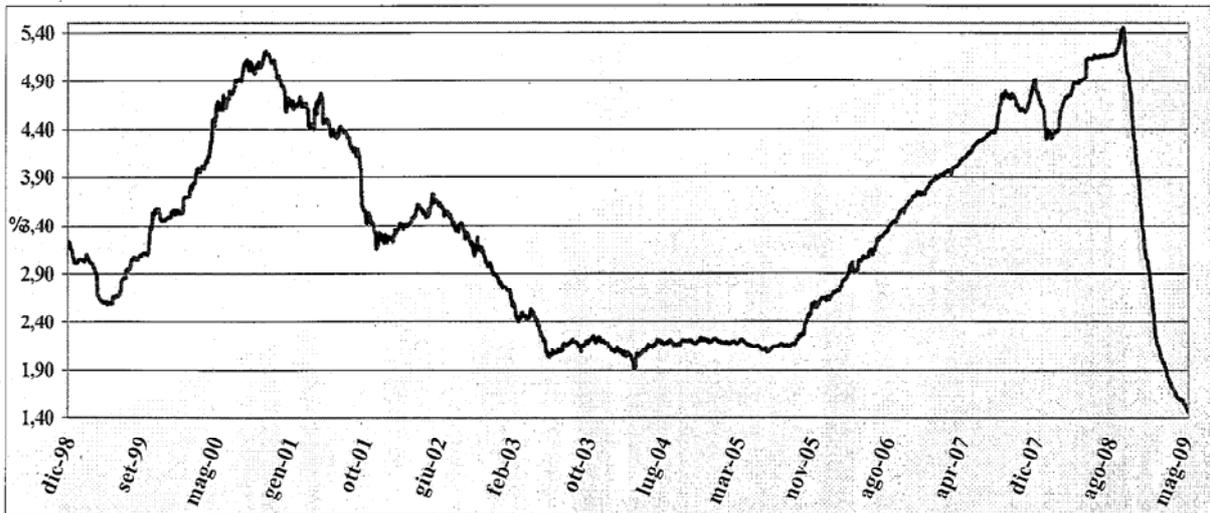
Ammontare dell'indebitamento al **31/12/2008:** **€ 116.710.793,53**

\$

VISUALIZZAZIONE GRAFICA ANDAMENTO EURIBOR 6 MESI NEGLI ULTIMI 6 MESI



VISUALIZZAZIONE GRAFICA DELL'ANDAMENTO DEI VALORI STORICI DELL'EURIBOR 6 MESI DAL '99 AD OGGI



Elaborazione Ce.S.F.E.L. su dati Telekurs