



Comune di Venezia

Direzione Interdipartimentale Finanza e Bilancio
Area Ragioneria

Rendiconto 2007 Relazione sugli strumenti finanziari derivati

Adottato con delibera Consiliare n. 76 del 25 giugno 2008

COMUNE VENEZIA

NOTA ALLEGATA A RENDICONTO ESERCIZIO 2007

La posizione del Comune di Venezia in Strumenti finanziari derivati

Premessa

Al 31.12.2007 il Comune di Venezia ha in essere quattro contratti derivati, collegati ciascuno ai seguenti prestiti sottostanti:

- Prestito obbligazionario Rialto rimodulato nel 2007 con scadenza nel 2037, al tasso variabile Euribor +0,21%, con debito residuo di 125,2 milioni,
- Prestiti obbligazionari Canaletto e Fenice, stipulati e/o rimodulati nel 2006 con scadenza nel 2026, al tasso fisso del 4,265%, con debito residuo di 83,9 milioni
- Prestito obbligazionario Città di Venezia stipulato nel 2004 con scadenza nel 2014, al tasso variabile Euribor + 0,01%, con debito residuo di 16,6 milioni
- Un gruppo di 43 Mutui presso la Cassa Depositi e Prestiti con un tasso fisso dal 4% al 6,07%, per un debito residuo complessivo di 24,0 milioni

Nel complesso il valore residuo dei suddetti prestiti collegati a contratti derivati è pari a 249,7 milioni, corrispondente al 77,1%, del totale dell'indebitamento del Comune, che al 31.12.2007 ammonta a 323,8 milioni, di cui il 62% a tasso variabile e il 38% a tasso fisso.

Dato l'obiettivo strategico di stabilizzare il costo del debito, la composizione dell'indebitamento del Comune per grado di certezza del suo costo viene riequilibrata, mediante l'utilizzo dei contratti derivati, a favore della componente a tasso fisso (o comunque con tetti massimi di costo indipendenti dall'evoluzione dei mercati), che sale al 77% del totale debito.

Il comma 383 dell'art. 1 della Legge 244/2007 ha introdotto l'obbligo per l'Ente locale sottoscrittore di strumenti finanziari derivati di evidenziare in apposita nota allegata al bilancio gli oneri e gli impegni finanziari derivanti da tali attività.

In assenza di precisazioni da parte del legislatore o in sede ministeriale, gli orientamenti giurisprudenziali finora formati presso la Corte dei Conti (vedi Deliberazioni n. 19 del 28.1.2008 e n. 52 del 17.4. 2008 della Sezione regionale di Controllo per la Lombardia) raccomandano di allegare sia al bilancio di previsione che al rendiconto la nota di accompagnamento relativa ai contratti derivati, suggerendo inoltre che:

- in sede bilancio di previsione venga stimato l'andamento annuale delle operazioni, prevedendo appositi stanziamenti nel bilancio
- in sede di rendiconto siano esaminate le possibili negatività derivanti dal contratto.

In adempimento di questa nuova prescrizione normativa, ed in attesa di precisazioni ministeriali, al bilancio di previsione 2008-2010 del Comune di Venezia, approvato con delibera del Consiglio N. 37 del 28 marzo 2008, è stata allegata una nota che evidenziava per ciascuno dei 4 contratti derivati in essere:

- una sintesi delle principali caratteristiche (tipologia, durata, controparte, passività sottostante)
- il dettaglio dei capitali nozionali e delle condizioni di tasso contrattualmente previste nel corso del contratto
- la stima dei flussi in entrata ed in uscita, e dei conseguenti differenziali, attesi nel corso dell'orizzonte temporale triennale del bilancio di previsione, a fronte dei quali saranno costituiti appositi impegni di spesa o accertamenti di entrata

Al Rendiconto dell'esercizio finanziario 2007 viene allegata la presente Nota, che:

- sintetizza le caratteristiche e i rischi dei singoli contratti derivati in essere,
- ne esamina le potenziali negatività valutate in un ottica temporale proiettata fino alla scadenza finale dei contratti, come espresse dal loro costo di sostituzione (Mark to Market)
- ne descrive le conseguenti appostazioni di bilancio, sia nel rendiconto redatto secondo le regole della contabilità finanziaria, sia nel conto economico redatto secondo le regole della contabilità economica.

1. L'analisi dei singoli contratti derivati

a) Il contratto derivato sul prestito obbligazionario Rialto

Le caratteristiche del contratto sono le seguenti:

- Controparte: DEXIA CREDIOP – BANCA OPI
- Passività sottostante: Prestito Obbligazionario denominato “Rialto” rimodulato in data 20.12.2007.
- Nozionale swap: €125.227.710,24
- Stipula contratto di swap: 21.12.2007
- Decorrenza: 23.06.2007
- Scadenza: 23.12.2037 (pari alla scadenza del prestito)
- Durata: 31 anni

Trattasi di un IRS (Interest rate Swap) che contempla lo scambio di posizioni in tassi mediante la regolazione di un differenziale semestrale calcolato dalla somma algebrica di:

- un flusso a favore del Comune, calcolato applicando un tasso variabile (Euribor + spread) ad un capitale nozionale decrescente, esattamente corrispondente al pagamento degli interessi sul prestito obbligazionario sottostante
- un flusso a carico del Comune, calcolato applicando lo stesso tasso variabile al medesimo nozionale decrescente, peraltro all'interno di un corridoio (“collar”), che prevede cioè un limite prestabilito sia minimo (floor) che massimo (cap) al costo dell'indebitamento

Il contratto, che ha sostituito un precedente swap in essere con Bear Stearns attivato nel 2002 a fronte del Prestito Obbligazionario “Rialto” anch'esso rimodulato nel 2007, presenta esclusivamente rischi finanziari, legati all'andamento dei tassi, con particolare riferimento all'eventuale profilo discendente dei medesimi.

Va peraltro evidenziato che, ove si realizzasse effettivamente questo scenario riduzione dei tassi, l'onere per interessi sul prestito obbligazionario beneficerebbe di un corrispondente alleggerimento.

b) Il contratto derivato sui prestiti obbligazionari Canaletto e Fenice

Le caratteristiche del contratto sono le seguenti:

- Controparte: MERRILL LYNCH
- Passività sottostante: Prestito Obbligazionario denominato "Canaletto" rimodulato in data 24.03.2006 di €68.875.800,00 e Prestito Obbligazionario denominato "Fenice" di €15.000.000,00
- Nozionale swap: €83.875.800,00
- Stipula contratto di swap: 23.03.2007
- Decorrenza: 24.03.2006
- Scadenza: 26.03.2026 (pari alla scadenza dei prestiti)

Durata: 20 anni

Trattasi di un "amortising swap", la cui stipula va collegata alle caratteristiche dei due prestiti obbligazionari sottostanti, per entrambi i quali il rimborso avverrà in unica soluzione alla scadenza ("bullet"), a differenza di tutti gli altri prestiti che invece presentano un piano di ammortamento.

Il contratto prevede pertanto l'impegno della controparte a riconoscere al Comune, in occasione della scadenza nel 2026 dei sottostanti prestiti obbligazionari, un importo di 83,9 milioni, esattamente corrispondente all'esborso per il rimborso del prestito obbligazionario

A fronte di questo impegno a termine della controparte, il Comune procede, nel corso dell'intera durata dell'operazione, al versamento di importi semestrali, la cui somma finale è pari al suddetto importo di 83,9 milioni, su un deposito presso una terza banca indipendente (Calyon) intestato alla controparte, a cui spettano anche i relativi frutti.

Nella sostanza, quindi, il Comune accantona progressivamente un fondo di ammortamento dal quale attingere la somma da utilizzare per il rimborso finale del prestito sottostante.

Il contratto contempla anche la regolazione di un differenziale semestrale, calcolato sulla differenza tra:

- ◆ Un flusso a favore del Comune calcolato ad un tasso fisso applicato al capitale nozionale di 83,9 milioni stabile per tutta la durata del contratto, esattamente corrispondente al pagamento degli interessi sul prestito obbligazionario sottostante
- ◆ Un flusso a carico del Comune, calcolato ad un tasso fisso applicato ad un capitale nozionale decrescente, che si riduce progressivamente in corrispondenza dei versamenti fatti dal Comune sul deposito

Il contratto è infine accompagnato dal rilascio reciproco tra le parti di due distinte garanzie:

- da un lato Merrill Lynch ha rilasciato al Comune di Venezia la garanzia di un pegno sul deposito progressivamente costituito presso la terza banca, escutibile in caso di default della controparte
- dall'altro lato il Comune di Venezia ha rilasciato a Merrill Lynch un Credit Default Swap (CDS) sulla Repubblica Italiana fino alla scadenza del contratto, attivabile solo in caso di default dello Stato nel rimborso dei propri debiti

Data la descritta struttura, i rischi insiti in questo contratto derivato sono di natura finanziaria, connessa all'andamento dei tassi, ma di segno inverso rispetto al precedente contratto derivato Rialto, in quanto nello swap Canaletto/Fenice la penalizzazione per il Comune aumenterebbe in un contesto di tassi crescenti..

Il contratto presenta anche un rischio di credito connesso al CDS, la cui estinzione anticipata comporterebbe il pagamento di un valore di mercato, che peraltro può essere considerato come non indicativo dei rischi assunti dal Comune, che non ha effettuato l'operazione con intento speculativo, ma per assicurarsi la copertura del rischio di controparte mediante il pegno da quest'ultima rilasciato, senza considerare che il rischio di default della Repubblica Italiana riguarderebbe l'intera finanza pubblica nazionale e sarebbe gestito in un ambito superiore a quello del solo Comune di Venezia.

c) Il contratto derivato sul prestito obbligazionario Città di Venezia

Le caratteristiche del contratto sono le seguenti:

Intermediario: BARCLAYS

Passività sottostante: Prestito Obbligazionario domestico di €23.763.000,00 sottoscritto da Banca Unicredit emesso il 30.12.2004

Nozionale swap: €21.386.700,00

Stipula contratto di swap: 13.04.2005

Decorrenza: 30.06.2006

Scadenza : 30.12.2014 (pari alla scadenza del prestito)

Durata: 9 anni

Trattasi di un IRS (Interest rate Swap) che contempla lo scambio di posizioni in tassi mediante la regolazione di un differenziale semestrale calcolato dalla somma algebrica di:

- un flusso a favore del Comune, calcolato applicando un tasso variabile (Euribor + spread) ad un capitale nozionale decrescente, esattamente corrispondente al pagamento degli interessi sul prestito obbligazionario sottostante
- un flusso a carico del Comune, calcolato applicando lo stesso tasso variabile al medesimo nozionale decrescente, peraltro all'interno di un corridoio ("collar"), che prevede cioè un limite prestabilito sia minimo (floor) che massimo (cap) al costo dell'indebitamento

Il contratto presenta esclusivamente rischi finanziari, legati all'andamento dei tassi, con particolare riferimento ad un profilo discendente dei medesimi.

d) Il contratto derivato sui Mutui Cassa Depositi e Prestiti

Le caratteristiche del contratto sono le seguenti:

Intermediario: MERRILL LYNCH

Passività sottostante: n.43 mutui contratti con la Cassa DD.PP. con tasso fisso dal 4% al 6,07%

Nozionale swap: €30.573.443,98 pari al residuo debito dei mutui sottostanti

Stipula contratto di swap: 11.05.2004

Decorrenza: 13.05.2004

Scadenza: 31.12.2022

Durata: 19 anni

Il contratto prevede la regolazione di un differenziale semestrale calcolato dallo sbilancio di:

- un flusso a favore del Comune esattamente corrispondente al pagamento complessivo delle rate sui Mutui sottostanti della Cassa Depositi e Prestiti
- un flusso a carico del Comune, calcolato sommando ad una quota capitale fissa una quota interessi calcolata applicando ad un capitale nozionale decrescente il tasso fisso del 5,07%, salvo che l'Euribor superi tale soglia, nel qual caso si applica un tasso variabile pari all'Euribor maggiorato dello 0,59%

Il contratto presenta esclusivamente rischi finanziari, legati all'andamento dei tassi, con particolare riferimento ad un eventuale profilo ascendente dei tassi che superasse il tasso soglia del 5,07%.

2. Il costo di sostituzione (Mark to Market) dei contratti derivati

Come noto, il mark to Market (MtM) di un contratto derivato può essere considerato come un indicatore che stima le previsioni di guadagno o perdita futura implicite per una delle parti di quel contratto, proiettate fino alla fine della durata del medesimo.

Tale stima si basa sullo scenario di evoluzione futura dei tassi a breve e lungo termine, atteso nel momento in cui la previsione viene effettuata (i cosiddetti tassi forward), e tiene inoltre conto del valore, calcolato secondo logiche probabilistiche, delle opzioni implicite nelle clausole contrattuali (ad es. cap/floor, etc.).

Il MtM è comunemente utilizzato sul mercato per stimare il "costo di sostituzione", e cioè il corrispettivo (positivo o negativo) al quale un terzo indipendente e informato subentrerebbe nella posizione di una delle parti del contratto derivato, qualora quest'ultima ritenesse di uscire nel corso della vita del medesimo.

Fino al momento in cui una parte non ritenga di uscire dal contratto, il MtM non rappresenta quindi un onere certo, né tantomeno un'obbligazione.

Si precisa al riguardo che per nessuno dei contratti derivati in essere il Comune di Venezia ha attualmente in atto iniziative, neppure allo stato preliminare, finalizzate all'uscita dalle posizioni in essere.

Pur non dovendo quindi scontare, almeno nell'orizzonte della programmazione triennale di bilancio, oneri finanziari ulteriori rispetto a quelli indicati nella nota allegata al bilancio di previsione, il Comune di Venezia ha attivato un sistema di costante monitoraggio del MtM sui contratti derivati in essere, che si basa su:

- Comunicazioni con cadenza almeno trimestrale da parte delle controparti
- Verifica delle comunicazioni delle controparti mediante strumenti di autocontrollo attivati anche il supporto di appositi strumenti informatici

Ciò premesso sotto un profilo metodologico, si segnala che la somma algebrica negativa dei Mark to Market su tutti i contratti derivati in essere al 31.12.2007 ammonta a 21,3 milioni, di cui 20 afferenti il rischio di tasso sugli Swap e 1,3 milioni afferenti il rischio di credito sui CDS.

Per una corretta valutazione dell'impatto di questa posizione sui derivati sul costo complessivo dell'indebitamento è necessario rapportare il Mark to Market all'ammontare complessivo e alla durata di quest'ultimo.

In quest'ottica il MtM al 31.12.2007 equivale ad una maggiorazione dello 0,71% sul tasso medio del debito del Comune di Venezia che, rispetto all'attuale costo medio del 4,80% sui prestiti sottostanti, sale al 5,51% tenendo conto delle posizioni sui derivati, le quali peraltro assicurano una maggior stabilizzazione del costo massimo, anche a fronte di shock di mercato che non possono escludersi nell'arco quasi trentennale di durata residua dei prestiti in essere.

3. Le appostazioni di bilancio sui contratti derivati

a) Le appostazioni nel rendiconto finanziario

Come noto, nel rendiconto redatto secondo i principi della contabilità finanziaria vengono accertati i debiti e crediti sorti nell'orizzonte temporale annuale dell'esercizio di riferimento.

In attesa di chiarimenti ministeriali, o del consolidamento di orientamenti giurisprudenziali in materia, le modalità di contabilizzazione finora adottate dal Comune di Venezia sui flussi finanziari relativi ai derivati hanno comportato l'accertamento al titolo III delle Entrate dell'intero flusso positivo a favore del Comune e l'impegno al titolo I delle spese dell'intero flusso negativo a carico del Comune.

Pertanto, nel consuntivo dell'esercizio 2007 del Comune di Venezia, a fronte dei flussi finanziari sui contratti derivati sono stati accertati/impegnati:

- l'importo di 10.031.255,68 tra le entrate del titolo III
- l'importo di 10.732.461,30 tra le spese del titolo I

con uno sbilancio netto negativo di 701.205,62.

Nel consuntivo 2007 è stato inoltre appostato tra le spese del Titolo III l'importo di 2.331.492,29, corrispondente al versamento al deposito intestato alla controparte Merrill Lynch, finalizzato alla costituzione progressiva del fondo ammortamento per il rimborso dei prestiti Canaletto e Fenice.

b) le appostazioni nel Conto economico e nel Conto del Patrimonio

Diversamente dal Rendiconto Finanziario, nel Conto economico e nel Conto del Patrimonio redatti secondo i principi della contabilità economico-patrimoniale, la valutazione degli oneri e degli impegni finanziari insiti nei contratti derivati deve proiettarsi fino alla scadenza finale del contratto, tenendo quindi conto di tutti i potenziali impegni maturati al momento della valutazione, anche se ancora incerti e tali quindi da non essersi ancora tradotti in obbligazioni di pagamento.

Un indicatore rappresentativo dei potenziali impegni maturati fino alla data di valutazione può essere individuato nel Mark to Market calcolato con riferimento a tale data.

Tenuto conto dei vincoli posti dagli schemi obbligatori ministeriali di Conto Economico e Conto del Patrimonio, il Comune di Venezia ha appostato nel rendiconto 2007 i seguenti importi, ad integrale recepimento del Mark to Market maturato al 31.12.2007:

- 21.460.676,62 tra gli interessi passivi – altri
- 133.274,00 tra gli interessi attivi - altri

il cui sbilancio di 21.327.402,62 corrisponde alla somma algebrica dei MtM calcolati al 31.12.2007.

In tal modo il Conto Economico ha integralmente recepito gli oneri, anche solo potenziali, maturati al 31.12.2007 sui flussi finanziari dei contratti derivati proiettati fino alla scadenza dei contratti, come espressi nel calcolo del Mark to Market.

