Rivista Italiana di
Public Management

Vol.1, n. 2 | Luglio 2018

La ristrutturazione del debito finanziario degli enti territoriali: valorizzazione di un'esperienza regionale

Alessandra Sartore* *e* ***Andrea Sabbadini*****

Abstract

Nell'ambito delle azioni di ristrutturazione del debito finanziario poste in essere dagli enti territoriali, si segnala come particolarmente significativa l'esperienza della regione Lazio, sia in termini di ampiezza del portafoglio di debito finanziario interessato che in relazione ai risparmi di spesa conseguiti. A favorire le politiche di liability management poste in essere dalla regione ha contribuito l'importante azione realizzata dal MEF a decorrere dal 2013, volta a coordinare il debito degli enti territoriali, ed in particolare delle regioni, non più solamente attraverso modalità di controllo e confronto formali, ma dotando gli enti di regole

** Regione Lazio*
*** Regione Lazio*

chiare e strumenti più incisivi per la realizzazione delle politiche di ristrutturazione. Si è provveduto, in particolare, ad individuare in modo compiuto e definitivo gli spazi di operatività degli enti territoriali in relazione ai contratti derivati in essere (L. 147/2013); ma soprattutto, è stato realizzato con l'approvazione dell'articolo 45 del D.L. 66/2014 un intervento organico di ristrutturazione del portafoglio di debito regionale, che ha interessato i mutui contratti dalle regioni con il MEF, i mutui gestiti da Cassa Depositi e Prestiti per conto del MEF e i titoli obbligazionari emessi dalle regioni.

L'ultima operazione di ristrutturazione posta in essere dalla Regione Lazio, sicuramente la più complessa, ha riguardato il parziale riacquisto dell'operazione di cartolarizzazione denominata San.Im, segnando peraltro il ritorno degli enti territoriali italiani sulla scena del mercato internazionale dalla crisi finanziaria del 2008.

L'articolo ripercorre i tratti salienti delle operazioni di ristrutturazione del debito poste in essere dalla Regione Lazio negli ultimi anni, rappresentando la testimonianza di come sia possibile, anche per un Ente Territoriale che ha intrapreso da qualche anno la strada del risanamento del bilancio dopo un lungo periodo di criticità finanziaria, affrontare con successo le sfide dell'efficienza, dell'affidabilità e della credibilità internazionale.

Keywords: *enti territoriali, ristrutturazione del debito finanziario, mutui, emissioni obbligazionarie, cartolarizzazioni, valutazione finanziaria, risparmi.*

Introduzione

Nel corso degli ultimi anni, il tema della ristrutturazione del debito finanziario ha assunto un ruolo di assoluto rilievo all'interno delle agende politiche e istituzionali del nostro paese, sia a livello centrale che su base locale.

Nell'era del fiscal compact, infatti, il peso eccessivo del costo del servizio del debito può incidere in maniera significativa nella costruzione degli equilibri complessivi dell'ente, rendendo più difficoltosa l'azione pubblica volta al perseguimento del pareggio di bilancio e irrigidendo gli spazi di intervento volti alla riduzione della pressione fiscale e al consolidamento dei livelli di prestazione erogati in favore di cittadini ed imprese. Di qui, l'opportunità, se non l'esigenza, di valutare ogni azione finalizzata a rendere più sostenibile il peso del rimborso del debito all'interno del bilancio pubblico.

Per un ente territoriale, in particolare, la realizzazione di politiche di liability management efficaci e volte alla ricerca del miglioramento dell'equilibrio finanziario dell'ente pubblico deve essere ricondotta ad un modello, organizzativo e gestionale, in grado di effettuare uno screening del portafoglio di debito attuale, una valutazione dei rischi finanziari connessi e, conseguentemente, la definizione delle azioni volte al perseguimento dell'ottimizzazione del costo di indebitamento. L'implementazione di un tale modello richiede all'Ente un importante investimento, in termini formativi, conoscitivi e nella

ricerca delle professionalità idonee per supportare l'Ente in un percorso complesso ed articolato, al fine di ridurre il più possibile l'inevitabile divario, in termini di competenza e asimmetria informativa, con le controparti bancarie.

Nel nostro paese, la definizione di percorsi volti alla ristrutturazione del debito degli enti territoriali è stata per molti anni resa ancor più difficoltosa dal clima di incertezza dei mercati portato in dote dalla crisi finanziaria del 2008 e dall'impasse normativa determinata dall'introduzione del divieto provvisorio in tema di operatività in derivati di cui all'art. 62 del D.L. 112/2008[1] (Nicolai, 2012). In tale contesto, molti soggetti pubblici hanno interrotto la ricerca di un costante dialogo e confronto con gli operatori finanziari e, in taluni casi, hanno attivato, in autonomia o su impulso delle Procure e della giustizia contabile, iniziative giudiziarie finalizzate a verificare la convenienza economica delle operazioni in contratti derivati sottoscritte con controparti bancarie e ad accertare una possibile responsabilità di natura contrattuale ed extracontrattuale in capo alle banche in relazione ai possibili oneri implicitamente già previsti nelle relative strutture contrattuali.

A dare nuova linfa alle politiche di liability management poste in essere dagli enti territoriali ha contribuito l'importante azione realizzata dal Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze (di seguito MEF) a decorrere dal 2013, e volta a coordinare il debito degli enti territoriali, ed in particolare delle regioni, non più solamente attraverso modalità di controllo e confronto formali, ma dotando gli enti di regole chiare e strumenti più incisivi per la realizzazione delle politiche di ristrutturazione. Si è provveduto, in particolare, ad individuare in modo compiuto e definitivo gli spazi di operatività degli enti territoriali in relazione ai contratti derivati in essere (L. 147/2013[2]);

1. L'articolo 62 del D.L. 112/2008, convertito con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, nella sua originaria formulazione ha introdotto il temporaneo divieto di stipula di nuovi contratti di strumenti finanziari derivati, nelle more di nuova regolamentazione che definisse le tipologie delle operazioni ammesse per la gestione del debito degli enti territoriali, nonché i criteri e le condizioni per la loro conclusione. Il blocco, in pendenza del regolamento di attuazione, risultava comunque operativo per un anno a decorrere dalla data di entrata in vigore del decreto legge (26 giugno 2008).
2. Con l'introduzione dell'articolo 1, comma 572 della L. 147/2013, il legislatore ha scelto di confermare in via definitiva il divieto di sottoscrizione di nuovi contratti derivati, nonché di rinegoziare quelli esistenti e di sottoscrivere nuovi contratti di finanziamento che includono componenti derivate. La norma, al contempo, individua una serie di deroghe al divieto, tese a concedere alle amministrazioni locali la facoltà di gestire i contratti in essere. In particolare, sono sottratti al divieto:
   - le estinzioni anticipate totali dei contratti derivati;
   - le riassegnazioni dei medesimi contratti a controparti diverse dalle originarie (cd. "novazioni soggettive"), senza che vengano modificati i termini e le condizioni finanziarie dei contratti riassegnati;
   - la facoltà di ristrutturare il derivato a seguito di modifica della passività sottostante, esclusivamente nella forma di operazioni prive di componenti opzionali e volte alla trasformazione da tasso fisso a variabile e viceversa e con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura;
   - il perfezionamento di contratti di finanziamento che includono l'acquisto di cap da parte dell'ente;

ma soprattutto, si è realizzato, con l'approvazione dell'articolo 45 del D.L. 66/2014, un intervento organico di ristrutturazione del portafoglio di debito regionale, che ha interessato i mutui contratti dalle regioni con il MEF, i mutui gestiti da Cassa Depositi e Prestiti per conto del MEF e i titoli obbligazionari emessi dalle regioni. Nell'ambito dei percorsi di attuazione dell'art. 45, il MEF ha realizzato il coordinamento e la supervisione dell'operazione di riacquisto dei titoli obbligazionari regionali, operazione che ha coinvolto sei amministrazioni regionali (Campania, Lazio, Liguria, Lombardia, Marche e Puglia) e quattro intermediari finanziari (Barclays, BNP Paribas, Citigroup e Deutsche Bank). Tale operazione di riacquisto si è configurata come iniziativa innovativa e di rilievo non solo per la rilevante dimensione finanziaria (i titoli riacquistati complessivamente risultano pari a circa 4,5 miliardi di euro), ma anche per il modello organizzativo implementato, che ha visto una pluralità di amministrazioni condividere percorsi amministrativi e procedurali, figure professionali a supporto, metodi di valutazione finanziaria e contabile, nell'ottica della standardizzazione e della trasparenza dei processi.

Nell'ambito delle iniziative di ristrutturazione del debito poste in essere dagli enti territoriali, risulta particolarmente significativa l'esperienza della regione Lazio. La fotografia scattata al 31 dicembre 2012, prima dell'avvio del percorso di ristrutturazione finanziaria, evidenziava una struttura del portafoglio di debito regionale caratterizzata da una forte esposizione in contratti derivati, da un significativo costo medio del debito e da una complessa stratificazione di operazioni (mutui, emissioni obbligazionarie in valuta domestica e in dollari, operazioni di sale and lease back). Ulteriori profili di complessità erano riconducibili ai percorsi di confronto giudiziale attivati dalla Regione Lazio nel dicembre del 2010 con undici controparti bancarie nell'ambito di operazioni in contratti derivati sottoscritti negli anni 1998-2007.

La medesima fotografia, scattata a cinque anni di distanza, offre una prospettiva significativamente mutata. Il portafoglio di debito regionale risulta notevolmente semplificato: oltre l'80% dei contratti derivati è stato chiuso, il costo medio del debito è significativamente ridotto, le emissioni obbligazionarie sono state riacquistate e rifinanziate attraverso mutui sottoscritti con il MEF. I minori oneri, a carico del bilancio regionale, sono pari a circa 200 milioni di euro all'anno. Inoltre, è stato concluso con successo il percorso di risoluzione bonaria delle controversie sui contratti derivati con le controparti bancarie, assicurando alla regione benefici per circa 75 milioni di euro.

- la facoltà di procedere alla cancellazione, dai contratti in essere, di eventuali clausole volte alla risoluzione anticipata del derivato (cd. "early termination");
- la facoltà di procedere alla cancellazione, dai contratti in essere, di eventuali componenti opzionali.

Viene, inoltre, introdotto il divieto di emissione di titoli obbligazionari (o altre forme di passività) in valuta estera, con l'obiettivo di evitare la sottoscrizione di swap in valuta per la copertura del rischio di tasso. Per effetto di tali interventi normativi, la disciplina dell'operatività delle regioni e degli enti locali in tema di contratti derivati risulta aggiornata all'attuale configurazione.

1. La ristrutturazione dei mutui sottoscritti dalla Regione ed aventi come controparte il Ministero dell'Economia e delle Finanze e dei titoli obbligazionari regionali

Come richiamato in premessa, con l'introduzione dell'articolo 45 del D.L. 66/2014 il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) ha svolto un ruolo centrale ai fini della ristrutturazione del portafoglio di debito regionale, che ha interessato i mutui contratti dalle regioni con il MEF, i mutui gestiti da Cassa Depositi e Prestiti per conto del MEF e i titoli obbligazionari emessi dalle regioni. L'obiettivo finale di questa operazione è stato quello di favorire una ottimizzazione e riqualificazione della spesa per il servizio del debito degli enti regionali, ai fini di recuperare almeno in parte gli spazi di flessibilità di spesa irrigiditi dal progressivo incremento del concorso del comparto regionale agli obiettivi complessivi di finanza pubblica.

Nel corso del 2014, in attuazione della predetta norma, la regione Lazio, con DGR n. 268 del 6 maggio 2014, ha autorizzato il presidente ed il responsabile finanziario a richiedere al MEF la ristrutturazione delle operazioni nel portafoglio regionale che presentavano le seguenti caratteristiche:

- mutui contratti dalle regioni ed aventi come controparte il MEF;
- mutui che, alla data del 31 dicembre 2013, dovevano avere le seguenti caratteristiche finanziarie: vita residua pari o superiore a 5 anni, e debito residuo da ammortizzare superiore a 20 milioni di euro.

Il MEF, con proprio decreto del 10 luglio 2014, ha ammesso alla ristrutturazione due mutui, storicamente contratti dalla Regione al fine di ristrutturare i disavanzi delle gestioni sanitarie pregresse, con un valore complessivo di debito in ammortamento di quasi 5 miliardi di euro. Il tasso di interesse corrisposto annualmente dalla Regione a valere su tali operazioni era compreso tra il 4,985% e il 5,689%.

A seguito della ristrutturazione, il tasso di interesse applicato al nuovo mutuo, corrispondente al rendimento dei buoni poliennali del Tesoro con durata finanziaria più vicina a quella del mutuo concesso dal MEF, è pari al 3,55%; è stato sviluppato il piano di ammortamento in trenta rate costanti annuali. La ristrutturazione di queste due posizioni ha consentito, a decorrere dal 2015, un minore esborso annuo di oltre 90,5 milioni sino al 2037.

Nel corso del 2015, è stata perfezionata la prima procedura di riacquisto dei titoli obbligazionari regionali (c.d. buy-back). L'operazione è stata finalizzata al riacquisto, da parte delle regioni, dei titoli obbligazionari da esse stesse emessi, con l'obiettivo di ridurre gli oneri finanziari del debito regionale e semplificarne la struttura.

Il buy-back, coordinato e supervisionato dal MEF, ha visto coinvolte sei regioni: Campania, Lazio, Liguria, Lombardia, Marche e Puglia.

L'operazione ha presentato elementi di assoluta rilevanza ed attualità in quanto, per la prima volta, è stata disciplinata e realizzata un'operazione di riacquisto lanciata congiuntamente da sei regioni, che riguardava un ammontare pari a 5,6 miliardi di euro di titoli in circolazione.

Nell'ambito di tale operazione, sono state individuate procedure comuni e congiunte ai fini di:

- affidamento dei servizi legali e di consulenza finanziaria a supporto delle operazioni;
- affidamento dell'attività di intermediazione finanziaria ai fini del riacquisto dei titoli (Barclays, BNP Paribas, Citigroup e Deutsche Bank);
- predisposizione di un modello di calcolo ai fini della verifica del rispetto dei requisiti di convenienza finanziaria di cui all'art. 45 del D.L. 66/2014[3] e all'art. 41 della L. 448/2001[4];
- definizione della procedura di riacquisto dei titoli.

---

3. Il comma 13 dell'art 45 del D.L. 66/2014 subordina l'acquisto (e la cancellazione) dei titoli alla condizione che "*la somma del valore di riacquisto dei titoli e del valore di mercato del derivato non sia superiore al valore nominale dei titoli stessi*".
4. Il Legislatore con la Legge 448/2001 individua nel "*contenimento del costo dell'indebitamento*" un principio fondamentale al quale deve essere ispirata l'operatività degli enti territoriali che, comunque, deve avvenire nell'esercizio della propria autonomia finanziaria.
   Il secondo comma dell'art 41 della Legge 448/2001, in particolare, subordina la possibilità di rifinanziamento alla presenza di condizioni *"che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali"*.
   Con riferimento ai mutui, il concetto di "*valore finanziario delle passività*" viene ripreso dall'art. 1, comma 71 della Legge 30 dicembre 2004 n. 311 e specificato attraverso la circolare esplicativa MEF del 28/06/2005:
   - innanzitutto precisando come "i*l comma 71 deve essere considerato come operante in uno scenario parallelo a quello dell'art. 41 della legge n. 448 del 2001, di cui sostanzialmente riprende i contenuti relativi alla conversione o rinegoziazione dei mutui, condizionandole al conseguimento di una riduzione del valore finanziario delle passività totali*";
   - stabilendo come "*tale riduzione si considera conseguita se, all'atto dell'operazione, il valore finanziario, cioè la somma dei valori attuali dei flussi della nuova passività (ciascun flusso costituito, dalle quote capitale e quote interesse alle relative scadenze) […] risulti inferiore alla somma dei valori attuali dei flussi della passività preesistente che si vuole convertire/rinegoziare*".

   Da quanto sopra consegue che l'applicazione del principio generale di contenimento del costo dell'indebitamento ex art. 41 Legge 448/2001 si traduce, nel caso di rinegoziazione di mutui, nella valutazione della riduzione del valore finanziario delle passività da intendersi come il confronto tra il valore attuale dei flussi dei mutui (quote capitale e quote interessi) pre e post ristrutturazione.
   È opportuno precisare che la definizione contenuta nella circolare esplicativa relativa al "*valore finanziario delle passività*", come misura dell'economicità delle operazioni di ristrutturazione finalizzata alla valutazione del rispetto del principio generale del contenimento del costo dell'indebitamento previsto

Per i titoli obbligazionari oggetto di riacquisto, come in generale per le emissioni degli enti territoriali italiani, non è possibile fare riferimento a "prezzi prevalenti di mercato", trattandosi di titoli per i quali non sono stati rilevati, sul mercato secondario, scambi di una qualche rilevanza fin dalla loro emissione anni fa. Si tratta, infatti, di titoli altamente illiquidi, detenuti per la quasi totalità da investitori istituzionali in portafogli cosiddetti "held to maturity", oppure utilizzati nei pool di emissioni di covered bond. Se invece ci si riferisce ai prezzi indicativi riscontrabili su information provider come Reuters o Bloomberg, si tratta, per l'appunto, di prezzi puramente teorici, virtuali, a causa della mancanza degli elementi fondamentali per la formazione di un mercato: domanda e offerta. La caratteristica intrinseca di tale tipologia di titoli fa sì che la maggior parte dei detentori, soprattutto quelli che possiedono le quote maggiormente rilevanti sotto il profilo quantitativo, abbia registrato nei propri bilanci questi titoli al prezzo storico di acquisto, misurato attraverso il c.d. "spread at issuance", ossia il prezzo che si ottiene, al momento dell'emissione, fissando lo spread sul tasso mid-swap interpolato sull'esatta scadenza di ogni singolo titolo. Qualsiasi prezzo inferiore a quello equivalente a tale spread comporta per il detentore una perdita. I prezzi offerti per il riacquisto non sono stati, quindi, al di sopra di un inesistente prezzo di mercato, bensì sono stati al di sotto del prezzo equivalente allo spread at issuance. Il prezzo di riacquisto è stato pertanto formulato chiedendo ai principali investitori un sacrificio pari a circa l'1,5% sul valore registrato nei loro bilanci.

Il 9 dicembre 2015, alla chiusura della prima fase del programma, le richieste di adesione da parte degli investitori all'offerta di riacquisto lanciata dalle regioni sono ammontate

---

dall'art 41 della Legge 448/2001, è direttamente applicabile solo in presenza di flussi che siano, al momento della valutazione, certi e non aleatori. In caso contrario, non essendo determinabile a priori la spesa per interessi con certezza, non è possibile calcolare univocamente il "*valore attuale dei flussi*", in quanto aleatori.
In ambito finanziario, la teoria relativa alla valutazione degli strumenti finanziari e la pratica dei mercati considerano l'incertezza sui flussi calcolando il "*valore attuale dei flussi attesi*", vale a dire forniscono una stima dei flussi in aspettativa considerandone l'aleatorietà.
La comune accettazione di tale tecnica di valutazione si è, infatti, tradotta nell'inserimento di suddetto metodo nei principi contabili internazionali. Infatti, l'International Financial Reporting Standard 13 (IFRS 13) include nelle tecniche di valutazione ("Valuation techniques") la tecnica del valore attuale atteso ("Expected present value technique") la cui definizione (fornita nel paragrafo B23) recepisce il principio universalmente condiviso di cui sopra stabilendo che suddetta tecnica "*utilizza come punto di partenza un insieme di flussi che rappresenta la media ponderata con le probabilità di tutti i possibili flussi di cassa futuri (cioè i flussi di cassa attesi)*".
Utilizzando il "*valore attuale dei flussi attesi*" quale metodo di valutazione dei flussi aleatori, l'applicazione del principio di contenimento del costo dell'indebitamento si traduce, nella valutazione della riduzione del valore finanziario delle passività da intendersi come il confronto tra il valore attuale dei flussi attesi pre e post ristrutturazione.
Tenendo conto che i principi contabili internazionali non si applicano agli enti pubblici, è opportuno precisare che il concetto di "valore finanziario", precedentemente definito e mutuato da tali principi, è unicamente finalizzato alla definizione di una fattispecie di natura finanziaria con riferimento sia alla teoria finanziaria sia alla pratica dei mercati, che hanno trovato una chiara sintesi nei principi contabili internazionali che vengono pertanto utilizzati quale "strumento divulgativo" di una tecnica di valutazione "universalmente condivisa" in ambito finanziario, prescindendo dall'ambito di applicazione di tali principi contabili.

a circa 3,7 miliardi, pari al 66% del massimo riacquistabile. In data 11 dicembre 2015 le regioni hanno fissato il prezzo e le quantità riacquistate secondo i termini dell'offerta.

Per il riacquisto dei bond le regioni, come previsto dalla norma, si sono rifinanziate attraverso un mutuo trentennale con il MEF ad un tasso pari al rendimento di mercato dei buoni poliennali del Tesoro con durata di finanziamento più vicina a quella del nuovo mutuo. L'importo del mutuo è stato pari al valore dei titoli riacquistati al netto del valore di estinzione dei derivati.

Per quanto concerne il Lazio, l'adesione all'offerta di riacquisto ha riguardato l'80,19% dei titoli emessi (aventi un valore nominale di 1.050 milioni di euro) per un importo pari a 842 milioni di euro. Il riacquisto dei titoli è stato finanziato attraverso:

- la stipula di un mutuo trentennale a tasso fisso, avente come controparte il MEF, con un tasso pari al 2,26% annuo (rendimento del BTP di equivalente durata finanziaria);
- i proventi derivanti dall'estinzione anticipata dei contratti derivati;
- un contributo del MEF.

Per effetto di tale operazione di riacquisto, il costo annuale del servizio del debito si è ridotto di ulteriori 45,8 milioni, per effetto del passaggio dalla cedola del BOR del 5,695%

È, infine, opportuno precisare che tale impostazione trova conferma e riscontro nei principi per la gestione del debito pubblico pubblicati da Banca Mondiale e Fondo Monetario Internazionale in base ai quali viene proposto un attento monitoraggio dei rischi escludendo che possa essere un obiettivo la valutazione del costo del debito ignorando i rischi.
L'attualizzazione dei flussi richiede l'identificazione di un opportuno tasso di sconto, vale a dire l'individuazione del tasso, o meglio, della struttura dei tassi per scadenza da utilizzare per calcolare il valore attuale dei flussi.
Il Valore Attuale Netto (VAN) rappresenta la metodologia tramite la quale si definisce il valore di una serie di flussi di cassa non sommandoli contabilmente ma attualizzandoli sulla base di un opportuno tasso di interesse che misuri il costo opportunità dell'operazione oggetto di valutazione. Pertanto, l'attualizzazione dei flussi richiede l'identificazione di un tasso di sconto appropriato, vale a dire l'individuazione del tasso, o meglio, della struttura dei tassi per scadenza da utilizzare per calcolare il valore attuale dei flussi.
Normalmente sono possibili due alternative: l'utilizzo del tasso benchmark del mercato monetario, vale a dire il tasso Euribor, oppure l'utilizzo di un tasso corretto per il rischio (Euribor + spread) che misura il costo opportunità per il soggetto che effettua le valutazioni.
Dal punto di vista finanziario, l'utilizzo del tasso Euribor risponde ai principi standard di valutazione in ottica di "Asset and Liability Management" che si giustifica unicamente nella situazione di un soggetto con disponibilità liquide o liquidabili, diverse dai fondi per l'ammortamento del debito previsti dalla legge, che non è rappresentativa della posizione delle regioni.
Infatti, in base a tali principi, solo un soggetto che ha disponibilità liquide o liquidabili (e non un risparmio forzoso per trasformare un debito bullet in amortizing) nel valutare la proposta di un finanziamento, confronta il costo del finanziamento con la remunerazione delle disponibilità, vale a dire valuta se è per

al tasso del mutuo mutui MEF (2,26%) e dell'allungamento dei tempi di rimborso dal 2028 al 2045.

Nel corso del 2016, è stata realizzata la seconda fase della complessa operazione di riacquisto da parte delle regioni italiane ancora interessate a riacquistare i titoli obbligazionari emessi.

Per il riacquisto dei bond le regioni, analogamente a quanto già realizzato nel 2015, si sono rifinanziate attraverso un mutuo trentennale con il MEF ad un tasso pari al rendimento di mercato dei buoni poliennali del Tesoro con durata di finanziamento più vicina a quella del nuovo mutuo. L'importo del mutuo è stato pari al valore dei titoli riacquistati al netto del valore di estinzione dei derivati.

In questa seconda fase, la regione Lazio ha riacquistato i titoli residui rimasti in circolazione, per un importo pari a 208 milioni di euro.

Il MEF ha finanziato l'operazione con l'erogazione di un mutuo trentennale di importo pari ai titoli estinti (208 milioni di euro) al tasso del 2,20%. L'esborso annuo si è ridotto di ulteriori 12,7 milioni, portando complessivamente i minori esborsi annuali a 58,5 milioni di euro all'anno.

L'operazione ha necessariamente incluso la chiusura dei derivati con sottostante le obbligazioni riacquistate e quindi estinte.

---

lui maggiormente conveniente finanziare un'operazione disinvestendo le risorse disponibili (e rinunciando alla remunerazione associata), senza indebitarsi (e sostenere il pagamento degli interessi) oppure finanziarsi, sostenendo la spesa per interessi, ma mantenendo le disponibilità investite ed incassandone gli interessi che maturano.
In tale situazione, vale a dire in presenza di disponibilità liquide o liquidabili, il costo opportunità per la valutazione della proposta di finanziamento è rappresentata dalla remunerazione attesa dagli investimenti che normalmente è pari al tasso Euribor, vale a dire il tasso benchmark del mercato monetario in quanto, tale tasso, oltre a rappresentare la remunerazione degli investimenti "privi di rischio", rappresenta anche la remunerazione di ogni altra attività (rischiosa), corretta per i rischi (remunerazione risk adjusted).
Dal punto di vista finanziario, in assenza, o con scarsità, di risorse liquide o liquidabili per il pagamento dei debiti, come è il caso delle regioni, la valutazione del finanziamento di un'operazione di ristrutturazione del debito, va di prassi effettuata facendo riferimento al costo del funding. Inoltre, considerando i rilevanti livelli di indebitamento degli enti territoriali ed i connessi rischi di rifinanziamento, una valutazione effettuata facendo riferimento al costo del funding della regione risponde ad una logica maggiormente realistica circa l'effettivo "valore del tempo" nella determinazione del valore attuale dei flussi a servizio del debito. Ovvero, è in grado di fornire una stima del valore degli impegni futuri considerando le effettive possibilità di funding della regione.
Nel caso in cui ai debiti oggetto di ristrutturazione siano associati degli strumenti derivati, questi ultimi devono essere considerati nell'analisi di convenienza finalizzata alla valutazione del contenimento del costo dell'indebitamento in quanto, sebbene tali strumenti non costituiscano debito, dato il legame funzionale con i debiti stessi, partecipano alla determinazione del costo dell'indebitamento.

2. La ristrutturazione dei mutui sottoscritti dalla Regione ed aventi come controparte CDP

Sulla scorta delle operazioni poste in essere dalle regioni in attuazione dell'art. 45 del D.L. 66/2014, nel 2015 Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. (di seguito CDP) ha comunicato, con propria circolare, alle regioni la propria disponibilità a rinegoziare i prestiti concessi. La Circolare di CDP consente alle regioni di:

- rinegoziare i mutui in essere allungando la durata residua, fino a trent'anni;
- applicare tassi di interessi meno onerosi, anche alla luce delle positive condizioni dei mercati finanziari;
- non pagare alcuna rata nel 2015 e scegliere di corrispondere, nel 2016, una rata costituita dalla sola quota interessi maturata per la relativa annualità.

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze con la Circolare del 27 maggio 2004 ha precisato che il contenimento dei rischi è un ulteriore elemento da considerare nel valutare l'operatività in derivati da parte degli enti territoriali in quanto anch'esso partecipa al conseguimento dell'obiettivo del "contenimento dei costi dell'indebitamento", presupponendo pertanto l'esistenza di quest'ultimo principio anche per tale tipologia di strumenti e precisando come i rischi costituiscano parte integrante di tale principio.
Inoltre l'art 1 comma 736 della Legge 27 dicembre 2006 n. 296 (Finanziaria 2007) premettendo che "*le norme del presente comma costituiscono principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica di cui agli articoli 117, terzo comma, e 119, secondo comma, della Costituzione* " stabilisce che "*le operazioni di gestione del debito tramite utilizzo di strumenti derivati, da parte delle regioni […], devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato. Gli enti possono concludere tali operazioni […] avendo riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti*".
Il legislatore non ha introdotto nuove definizioni o concetti diversi da quelli espressi precedentemente. Ha unicamente elevato a rango legislativo il principio in base al quale il contenimento del costo dell'indebitamento (ex art 41 Legge 448/2001) vada valutato anche in relazione al contenimento dei rischi. Inoltre, con riferimento agli swap per l'ammortamento del debito, sia il Decreto 1 dicembre 2003 n. 389 sia la Circolare del 27 maggio 2004 (entrambe afferenti all'art 41 Legge 448/2001) presuppongono un principio di "riduzione del rischio creditizio" cui l'operatività deve ispirarsi.
Alla luce di quanto precedentemente esposto, facendo riferimento alla teoria finanziaria ed ai principi che il Legislatore ha introdotto con l'art. 41 della Legge 448/2001 (e Leggi, Decreti e Circolari esplicative successive), la valutazione circa l'economicità dell'operazione di ristrutturazione del debito va effettuata facendo riferimento al "costo dell'indebitamento" e determinata in ragione del valore attuale dei flussi di cassa attesi a servizio del debito, vale a dire considerando i flussi, e gli eventuali rischi associati, ponderando i diversi possibili flussi di cassa per le probabilità di ottenerli.
Come descritto precedentemente, la valutazione circa l'economicità di una operazione va effettuata facendo riferimento al "valore finanziario delle passività", rappresentato dal valore attuale dei flussi di cassa attesi a servizio del debito, calcolato facendo riferimento al costo del funding della Regione.
Emerge una convenienza dell'operazione qualora si verifichi una riduzione "valore finanziario delle passività" vale a dire una riduzione del valore attuale dei flussi attesi a servizio del debito tra situazione pre e situazione post ristrutturazione.

Con l'approvazione della DGR n. 210 del 6 maggio 2015, attuativa dell'art. 3 della L.R. n. 12 del 24 novembre 2014[5] la Giunta Regionale ha scelto di rinegoziare le condizioni di quattro prestiti concessi da CDP, per i quali il debito residuo ammontava complessivamente a 3.201 milioni di euro. Queste operazioni, che originariamente si sarebbero concluse tra il 2036 ed il 2040, completeranno il loro ciclo di vita finanziario, per effetto della rinegoziazione, nel 2044.

In data 25 maggio, la regione Lazio ha stipulato con CDP la rinegoziazione dei predetti contratti.

La metodologia utilizzata da CDP per il calcolo del tasso di interesse applicato ai prestiti post rinegoziazione è basata sul principio dell'equivalenza finanziaria. Tale metodologia consiste nell'individuare quel tasso di interesse post rinegoziazione tale per cui il valore attuale delle rate derivanti dal nuovo piano di ammortamento sia uguale al valore attuale delle rate previste dal piano di ammortamento ante rinegoziazione, vigente al momento della valutazione. Entrambi questi valori vengono determinati utilizzando la stessa curva di credito utilizzata per la determinazione dei tassi di interesse settimanali applicati ai nuovi prestiti concessi agli enti.

In sintesi, il principio dell'equivalenza finanziaria è verificato se è valida la seguente relazione:

$$\sum_{j=1}^{n} R_A^j \times Df_j = \sum_{j=1}^{m} R_P^j \times Df_j$$

dove:

R_A^j è la rata del prestito ante rinegoziazione per la scadenza "j";

R_P^j è la rata del prestito post rinegoziazione per la scadenza "j";

Df_j è il fattore di sconto per la scadenza "j", determinato al momento della valutazione sulla base della curva di credito utilizzata per la determinazione dei tassi di interesse settimanali applicati ai nuovi prestiti concessi agli enti;

n è il numero delle rate del piano di ammortamento del prestito ante rinegoziazione;

m è il numero delle rate del piano di ammortamento del prestito post rinegoziazione.

5. L'articolo 3 della L.R. 12/2014 autorizza la regione ad accedere alle operazioni di rinegoziazione del debito regionale, avente come controparte la Cassa depositi e prestiti S.p.A., per i mutui sottoscritti con oneri di rimborso a totale carico della Regione e con le modalità e i criteri stabiliti dalla medesima Cassa depositi e prestiti S.p.A.

A differenza dei criteri di rinegoziazione applicati dal MEF, che consentono di beneficiare pienamente di un eventuale quadro favorevole riferito a positive condizioni congiunturali di rifinanziamento sul mercato, il metodo utilizzato da CDP opera sulla base di una relazione quantitativa tra condizioni finanziarie preesistenti e post ristrutturazione. L'applicazione di tale metodo, che per costruzione consente a CDP di sterilizzare ai fini contabili gli esiti delle operazioni di rinegoziazione, può offrire vantaggi in termini di riduzione dei tassi di interesse. Tali benefici, tuttavia, sono finanziariamente più contenuti rispetto a quelli potenzialmente ritraibili avvalendosi dei criteri di rinegoziazione applicati dal MEF ai sensi dell'art. 45 del D.L. 66/2014.

Per effetto di tale operazione, la regione ha beneficiato, nel triennio 2015-2017, di minori oneri finanziari per un ammontare pari, complessivamente, a 182,5 milioni di euro. A decorrere dal 2018, è stato conseguito un risparmio pari a 21,4 milioni di euro su base annua.

Nel corso del 2017, CDP ha comunicato con propria circolare la propria disponibilità a rinegoziare i prestiti concessi in favore delle regioni colpite dal Sisma Centro Italia del 2016, sulla base delle seguenti condizioni:

- sospensione della quota capitale per 3 scadenze (giugno 2017 – giugno 2018);
- sospensione per la scadenza dicembre 2017 della quota interessi (che sarà spalmata in modo costante in 6 scadenze da giugno 2018 a dicembre 2020);
- allungamento della durata dei prestiti di 2 anni e contestuale rinegoziazione del tasso di interesse in regime di equivalenza finanziaria (fino a dicembre 2046).

Con l'approvazione delle DGR n. 356 del 20 giugno 2017 e n. 375 del 27 giugno 2017 la Regione ha scelto di rinegoziare 3 prestiti, realizzando una complessiva riduzione dei tassi di interesse praticati.

Per effetto dell'adesione di regione Lazio a tale procedura, sono stati acquisiti i seguenti benefici sotto il profilo finanziario:

- minori oneri nel triennio 2017-2019 pari a circa 98,1 milioni di euro;
- minore valore della rata, su base annua, per un importo pari a circa 1,9 milioni di euro per ciascuno degli esercizi 2021-2044 (risparmio ulteriore rispetto a quello, pari a 21,4 milioni di euro su base annua, conseguito per effetto della rinegoziazione posta in essere nel corso del 2015).

3. La ristrutturazione dei mutui CDP in favore degli enti locali assistiti da contribuzione regionale

Con l'approvazione della L.R. n. 13/2013[6], la regione Lazio ha provveduto a decorrere dal 2014 alla riduzione dei mutui concessi agli enti locali da CDP e assistiti integralmente da contribuzione regionale, in relazione alle economie sui finanziamenti non utilizzati per la realizzazione di opere pubbliche.

Si tratta, nel caso di specie, di peculiari strumenti di finanziamento attivati dalle regioni, a decorrere dagli anni ottanta, sulla scorta di specifiche previsioni di carattere normativo regionale, e finalizzati a dare impulso agli investimenti promossi dagli enti locali operanti nel territorio, con riferimento ad un ampio novero di finalità di spesa. In particolare, si tratta di misure di investimento volte alla realizzazione di opere idriche e fognarie, ristrutturazione di immobili ad uso pubblico nonché di edifici per il culto. Le parti del contratto di mutuo sono l'ente locale e CDP; la regione provvede a sostenere l'integrale pagamento degli oneri connessi al rimborso del mutuo in nome e per conto dell'ente locale, in forza di una espressa delegazione di pagamento. Oneri che sono commisurati all'intero ammontare del finanziamento assentito da CDP. Gli enti locali provvedono, in relazione alle esigenze di liquidità connesse agli stati di avanzamento dei lavori, a richiedere a CDP l'erogazione per tranche del finanziamento, sulla base di idonea documentazione tecnica e progettuale. Le difficoltà, di natura autorizzativa, tecnica e procedurale, incontrate dagli enti nella realizzazione degli investimenti hanno portato, in numerosi casi, alla mancata realizzazione dell'opera, o ad un intervento di natura parziale. In altri casi, le opere sono state realizzate conseguendo delle economie di finanziamento.

L'assenza di procedure sistematiche di confronto e raccordo tra i diversi attori istituzionali ha portato, per molti anni, ad un aggravio di oneri finanziari a carico della Regione, che ha provveduto al rimborso integrale del debito, anche in relazione alle economie di finanziamento riferibili ad investimenti non realizzati, o completati con dei ribassi d'asta.

6. L'articolo 3 della L.R. n. 13/2013 dispone che: "*le contribuzioni regionali iscritte in bilancio alla data del 15 novembre 2013, relative ai mutui concessi agli enti locali da Cassa depositi e prestiti con onere integrale a carico della Regione e per i quali non risulti disposta, nel periodo 2007-2013, alcuna erogazione, sono ridestinate alle seguenti finalità:*
   a) all'estinzione anticipata dei mutui, nell'ipotesi in cui non risulti disposta, alla data del 15 novembre 2013, alcuna erogazione per stati di avanzamento lavori;
   b) alla realizzazione degli interventi finanziati con il ricorso al debito iscritti nell'elenco 5 allegato al bilancio di previsione annuale e pluriennale della Regione Lazio, nelle altre ipotesi, previa adozione dei necessari atti di variazione del Bilancio".

La realizzazione dell'operazione di riduzione del debito, in attuazione della L.R. n. 13/2013, ha implicato una puntuale attività di interlocuzione e confronto con le singole Amministrazioni, finalizzata ad accertare le economie non utilizzate e alla conseguente attivazione delle procedure, in raccordo con CDP, volte alla ristrutturazione dei mutui. Per effetto di tale operazione, gli oneri finanziari annui a carico della regione si sono ridotti di circa 2,7 milioni di euro su base annua. Contestualmente, per effetto di tali operazioni di riduzione, è stata operata una cancellazione di stock di debito iscritto in bilancio per un importo complessivamente pari a 7,8 milioni di euro.

4. La ristrutturazione dell'operazione di cartolarizzazione San.Im

L'ultima operazione di ristrutturazione, sicuramente la più complessa, ha riguardato il parziale riacquisto dell'operazione di cartolarizzazione denominata San.Im.

In termini generali, un'operazione di cartolarizzazione è un processo di trasformazione di attività illiquide (immobili, crediti ecc.), in grado di generare flussi di cassa, in titoli negoziabili.

Il nome cartolarizzazione deriva appunto dal fatto che un'attività (asset), di qualunque natura, viene trasformata in un titolo cartolare (Meneguzzo, 2003).

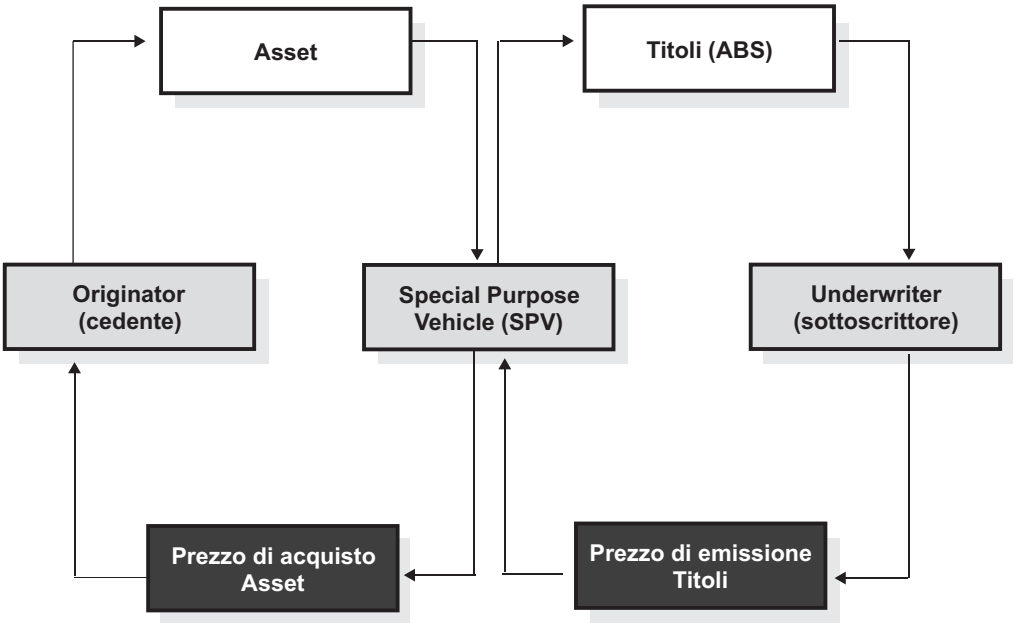
La cartolarizzazione è un'operazione di finanza strutturata che coinvolge diversi soggetti e può essere organizzata in diverse forme.

Nella versione tradizionale, un soggetto cedente (originator) vende proprie attività (asset) ad una società terza, appositamente costituita (Special Purpose Vehicle – SPV), il cui oggetto sociale esclusivo è la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione.

Lo SPV finanzia l'acquisto emettendo titoli negoziabili (Asset Backed Securities - ABS) garantiti dai flussi di cassa generati dagli asset acquistati (v. figura 1).

Il veicolo cessionario (SPV) protegge gli investitori che hanno acquistato gli ABS dal rischio controparte relativo all'originator. Infatti, a seguito della cessione, gli asset cartolarizzati sono svincolati dal patrimonio dell'originator e sono posti a servizio dei pagamenti a favore degli investitori in ABS (segregazione patrimoniale). Lo SPV è una bankruptcy remote finance company, ossia è sostanzialmente una "cassaforte" dove sono custoditi gli asset produttivi di reddito destinati esclusivamente a pagare gli investitori in ABS.

Fig. 1 Schema di sintesi di una operazione di cartolarizzazione.



Pertanto, chi acquista i titoli emessi dal veicolo cessionario (SPV) è soggetto unicamente al rischio che i flussi di cassa generati dagli asset oggetto di cartolarizzazione siano insufficienti per pagare le cedole e rimborsare il capitale, indipendentemente dalla situazione patrimoniale dell'originator.

Gli investitori in ABS, sottoscrivendo i titoli, accettano sostanzialmente una clausola di limited recurse, che vincola i pagamenti a loro favore alla redditività degli asset cartolarizzati ed alla presenza di eventuali garanzie aggiuntive.

La valutazione del grado di rischio degli ABS emessi, cioè la capacità degli asset cartolarizzati (considerando anche le eventuali garanzie aggiuntive) di produrre flussi di cassa sufficienti ad assicurare il pagamento degli investitori viene effettuata da società di rating specializzate che valutano la qualità degli asset e l'efficacia delle eventuali garanzie aggiuntive. Infatti, il rating è obbligatorio nel caso in cui gli ABS vengano offerti ad investitori non professionali; mentre, nonostante sia facoltativo negli altri casi, nella pratica è condizione necessaria per effettuare le emissioni in quanto tendenzialmente anche gli investitori professionali acquistano soltanto titoli dotati di rating che comportano un maggior grado di liquidità dello strumento.

Con l'articolo 8 della L.R. n. 16/2001, la regione Lazio è stata autorizzata alla costituzione di una società a capitale regionale, denominata San.Im, quale strumento per immettere liquidità nel sistema delle aziende e risanare parte del deficit accumulato nella gestione sanitaria (v. figura 2).

Aspetto rilevante dell'operazione è costituito dall'impiego di beni immobili, ad uso ospedaliero e quindi facenti parte del patrimonio immobiliare indisponibile, ceduti dalle aziende sanitarie a San.Im. La società ha stipulato un contratto di acquisto e contestuale a locazione finanziaria dei beni immobili (56 immobili, poi rideterminati in 49) in favore delle aziende, con facoltà per le medesime di esercitare il diritto di opzione per il riacquisto, al termine della locazione finanziaria, della proprietà dei singoli beni. San. Im ha, quindi, ceduto ad una società veicolo (Cartesio) i crediti vantati verso le aziende ospedaliere per il pagamento dei canoni di affitto. Cartesio ha emesso titoli sul mercato dei capitali, utilizzando i proventi dell'emissione per pagare a San.Im i crediti ceduti. Con tali risorse finanziarie, San.Im ha pagato alle aziende il prezzo di acquisto degli immobili. La regione si è fatta carico del pagamento dei canoni in nome e per conto delle aziende, in virtù dell'accettazione di espressa delegazione di pagamento rilasciata dalle aziende medesime, ed ha emesso mandato irrevocabile di pagamento al tesoriere per il pagamento dei canoni.

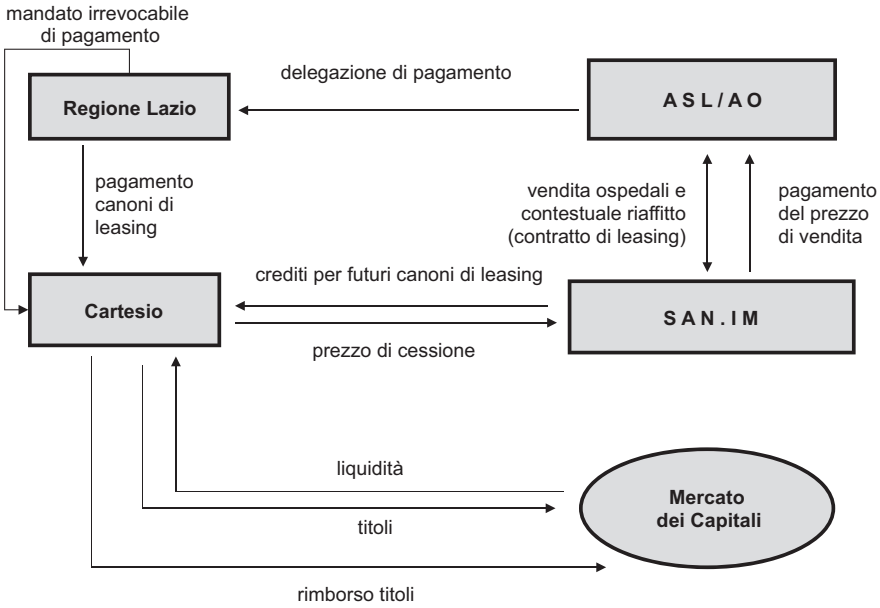
Alla luce di quanto sopra sinteticamente descritto, i principali elementi dell'operazione di cartolarizzazione sono i seguenti:

- i canoni di locazione rappresentano gli asset sottostanti l'operazione. Essi costituiscono i pagamenti connessi al contratto di locazione tra San.Im e le aziende sanitarie ed ospedaliere assunti dalla regione, in virtù dell'accettazione di espressa delegazione di pagamento rilasciata dalle ASL;

- San.Im rappresenta l'originator, vale a dire il soggetto cedente gli asset oggetto di cartolarizzazione;

- Cartesio è lo Special Purpose Vehicle (SPV) costituito ad hoc per acquistare gli asset oggetto di cartolarizzazione dall'originator, finanziando l'operazione emettendo titoli garantiti dagli asset acquistati.

Fig. 2 La struttura finanziaria di San.Im.



L'operazione, realizzata sulla base di questa configurazione per eludere la registrazione come debito finanziario on balance per l'Amministrazione[7], è stata contabilizzata come debito regionale su espressa indicazione della Corte dei Conti a decorrere dall'esercizio finanziario 2012.

Guardando l'operazione con occhio critico a distanza di oltre un decennio, due sono risultati i profili maggiormente critici di questa operazione di cartolarizzazione: la rigidità del sistema di vincoli e garanzie stabiliti dalla copiosa documentazione contrattuale sottoscritta con il mercato finanziario e l'onerosità legata tanto al tasso dell'indebitamento.

Con la sottoscrizione dell'operazione San.Im, infatti, è stato cristallizzato per trent'anni il patrimonio immobiliare sanitario vincolato all'operazione: i 49 immobili legati all'operazione erano complessi ospedalieri nel 2003, ma non necessariamente lo sono attualmente o lo saranno fino alla scadenza dell'operazione (2033). Il caso dell'ospedale San Giacomo è, in tale contesto, quello di maggiore rilievo. L'inserimento di tali cespiti all'interno dell'operazione ha portato ad una consistente depauperamento della sostanza patrimoniale delle aziende, ed ha privato le stesse di ogni margine di flessibilità sotto il profilo amministrativo. Per quanto attiene all'onerosità, il tasso di interesse applicato sui canoni (pari al 5,74%), appare non in linea con le più favorevoli condizioni finanziarie applicate attualmente dal mercato.

7. Solo con l'approvazione dell'articolo 3 della legge 350/2003 sono positivamente qualificate come indebitamento anche le operazioni di natura cartolare poste in essere dagli enti territoriali.

I titoli emessi dal veicolo Cartesio sono suddivisi in 5 tranche, sinteticamente presentate nella tavola 3.

Occorre, in tale contesto, precisare che tutte le tranche hanno lo stesso grado di prelazione, vale a dire le stesse condizioni di soddisfacimento dei diritti di credito in caso di insolvenza. Non esistono creditori privilegiati tra i possessori delle differenti tranche. Nell'ambito dell'emissione di Cartesio, la ripartizione dei titoli in diverse tranche rappresenta infatti uno strumento di diversificazione del rendimento dei titoli emessi finalizzato a consentire la migliore allocazione sul mercato dell'emissione. Relativamente alle tre tranche amortizing, vale a dire con rimborso del capitale frazionato nel tempo, sono stati sottoscritti da Cartesio contratti derivati per la gestione del rischio relativo al tasso di interesse e per la gestione del rischio di cambio. Relativamente alle due tranche bullet, vale a dire con rimborso del capitale in un'unica soluzione a scadenza, oltre ai derivati per la gestione del rischio tasso d'interesse e tasso di cambio, sono stati sottoscritti due contratti per l'accantonamento periodico di somme destinate al rimborso del capitale a scadenza.

Tav. 3 I titoli obbligazionari emessi nell'ambito dell'operazione San.Im.

	Tranche 1	Tranche 2	Tranche 3	Tranche 4	Tranche 5
Data di emissione	05/03/03	05/03/03	05/03/03	05/03/03	16/05/03
Capitale nominale emesso	eur 200.000.000	eur 200.000.000	usd 450.000.000	gbp 200.000.000	eur 141.000.000
Rimborso del capitale	Amortizing	bullet	bullet	amortizing	amortizing
Data di scadenza	07/03/33	07/03/28	07/03/33	07/03/33	07/03/33

Nel corso del 2017 sono stati attivati i percorsi volti alla ristrutturazione del debito finanziario relativo all'operazione San.Im. Si è trattato di un percorso molto articolato e complesso, che già due volte (in particolare nel 2008) l'amministrazione regionale aveva attivato senza successo. Per modificare l'impianto contrattuale vigente è stato necessario dialogare con tanti soggetti (i detentori dei titoli, il trustee dei detentori dei titoli, i singoli investitori e Cartesio, il veicolo finanziario che ha emesso i titoli) e affrontare, preliminarmente, un lungo percorso di analisi e studio. Inoltre, un fattore di ulteriore complessità è stato dettato dalla peculiare natura dei crediti oggetto di cartolarizzazione.

L'operazione, avviata dalla regione nel febbraio del 2017 avvalendosi della supervisione del MEF, ha portato preliminarmente all'individuazione di Deutsche Bank AG nel ruolo di Dealer Manager dell'operazione. All'esito di questo percorso, sono stati definiti i contenuti di un accordo quadro, nel quale sono stati individuati i contenuti di una operazione finanziaria che ha previsto:

- il riacquisto dei titoli collocati nell'ambito dell'operazione San.Im, finanziato attraverso l'emissione di un titolo obbligazionario regionale, con i proventi derivanti dall'estinzione dei contratti derivati e con altre risorse regionali;

- il contestuale riacquisto, a titolo non oneroso, degli immobili ospedalieri interessati alla cartolarizzazione da parte delle aziende sanitarie.

Dopo aver acquisito il preventivo consenso dei portatori dei titoli della cartolarizzazione, attraverso la convocazione di una assemblea degli obbligazionisti, nel novembre del 2017 è stata lanciata una tender offer per il riacquisto di due delle cinque tranche della cartolarizzazione, ottenendo un'adesione del 100,00% degli obbligazionisti della tranche 2 e del 99,24% degli obbligazionisti della tranche 3.

Per rifinanziare la passività di San.Im l'amministrazione ha accettato la sfida dell'affidabilità e della credibilità internazionale, ed ha scelto la strada del collocamento dei titoli sul mercato internazionale. Il bond emesso dalla regione Lazio (valore nominale pari a 469 milioni di euro, scadenza marzo 2043, tasso di interesse pari al 3,088%), che rappresenta il ritorno degli enti territoriali italiani sulla scena dei mercati internazionali dalla crisi finanziaria del 2008, è stato integralmente sottoscritto dagli investitori di quattro diversi paesi.

Parallelamente, si è provveduto alla estinzione anticipata dei contratti derivati connessi alle due tranche della cartolarizzazione.

Infine, è stata completata la procedura di riacquisto e la conseguente cancellazione dei titoli emessi nell'ambito della cartolarizzazione. Contestualmente, con atto notarile è stato realizzato il riscatto non oneroso di 16 immobili ospedalieri, che dal 2003 risultavano vincolati nell'operazione di cartolarizzazione, da parte delle aziende sanitarie.

La ristrutturazione di San.Im offre alla regione una serie di importati risultati:

- cancellazione di titoli con condizioni finanziarie estremamente onerose (il tasso di interesse applicato sui canoni corrisposti annualmente dalla regione è pari al 5,74% su base annua) e rifinanziamento a condizioni finanziariamente vantaggiose (il bond regionale 2043 è stato collocato ad un competitivo tasso del 3,088%);

- conseguimento di risparmi a carico del bilancio regionale pari a 27 milioni di euro per l'anno 2018, 23 milioni di euro per ciascuno degli esercizi 2019-2023; benefici a carico del bilancio regionale fino al 2033;

- semplificazione della struttura di debito regionale, anche attraverso la cancellazione di contratti derivati per un valore nozionale pari a circa 600 milioni di euro;

- rientro non oneroso della proprietà di 16 immobili ospedalieri da parte delle aziende sanitarie, anche al fine di consentire la realizzazione di politiche di patrimonializzazione e valorizzazione fino ad oggi precluse.

La realizzazione di tale complessa operazione finanziaria ha permesso alla regione Lazio di vincere tre importanti sfide:

- la sfida dell'affidabilità e della credibilità internazionale. L'emissione obbligazionaria collocata dalla regione Lazio sul mercato internazionale rappresenta il ritorno degli enti territoriali italiani sul mercato internazionale dalla crisi finanziaria del 2008. Hanno aderito alla procedura di collocamento investitori europei, operanti in Italia, Spagna, Belgio e UK. Si tratta di un risultato eccezionale, soprattutto se si considera che solo pochi anni fa l'amministrazione regionale era considerata soggetto istituzionale poco affidabile dai principali operatori finanziari del nostro paese;

- la sfida dell'efficienza. Per effetto del completamento di questa operazione, i risparmi in termini di minori oneri annui conseguiti dalla Regione Lazio nell'ambito della ristrutturazione del debito finanziario si attestano in circa 200 milioni di euro su base annua. Si tratta di una azione di revisione del portafoglio di debito che non trova precedenti nel panorama degli enti territoriali del nostro paese e che nasce – è doveroso rilevarlo - dalla positiva sinergia realizzata dall'amministrazione regionale con il Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro.

- la sfida della sanità pubblica. Per effetto del completamento di questa operazione, si realizza il riscatto anticipato, a titolo non oneroso, di 16 immobili ospedalieri da parte delle aziende sanitarie del Lazio, anche al fine di consentire la realizzazione di politiche di patrimonializzazione e valorizzazione ad oggi precluse. Questi immobili (per citarne alcuni CTO, Pertini, Eastman, S. Eugenio), che in base alle disposizioni contrattuali di San.Im erano concessi in locazione finanziaria alle aziende sanitarie, tornano nella piena proprietà pubblica.

La realizzazione di tale operazione rappresenta la testimonianza di come sia possibile, anche per un ente territoriale come la regione Lazio che ha intrapreso la strada del risanamento del bilancio dopo un lungo periodo di criticità finanziaria, affrontare con successo le sfide dell'efficienza, dell'affidabilità e della credibilità internazionale.

Riferimenti Bibliografici

Libri:

- Meneguzzo M. (2003), *Manuale di finanza innovativa per le amministrazioni pubbliche*, Rubettino.
- Nicolai M. (2012), *Primo rapporto sulla finanza pubblica. Finanza pubblica e federalismo*, Maggioli Editore.

Citazioni dai siti:

- Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Buy-Back Titoli delle Regioni: meno derivati e spese per interessi,* consultabile in www.mef.gov.it.
- Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Dal buy-back risparmio medio annuo per le Regioni di 110 milioni per 10 anni,* consultabile in www.mef.gov.it.
- Corte dei Conti, Sezione delle Autonomie, *Relazione sulla gestione finanziaria degli enti territoriali,* Camera dei Deputati, VI Commissione Finanze. Roma, 12 gennaio 2015, consultabile in www.camera.it.
- Corte dei Conti, Sezioni Riunite in sede di Controllo, *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, Senato della Repubblica, 6^ Commissione – Finanze e Tesoro, 18 febbraio 2009, consultabile in www.corteconti.it.
- Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati*, Camera dei Deputati, VI Commissione Finanze, Roma, 10 febbraio 2015, consultabile in www.tesoro.it.
- Vegas G., *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, consultabile in www.bancaditalia.it.