

Derivati, nove Regioni pronte al taglio

Al via la ristrutturazione di bond e mutui per 17 miliardi, ma per alcuni enti emergono dubbi sulla convenienza

INCHIESTA | La ristrutturazione del debito | Abruzzo, Campania, Lazio, Liguria, Lombardia, Marche, Piemonte, Puglia e Sicilia disposte a chiudere le vecchie operazioni

I DETTAGLI

Gli Enti si finanzieranno con un prestito dallo Stato, a patto che questo non aumenti il debito pubblico: in forse Lombardia e Puglia

Morya Longo

■ Mentre in Sicilia scoppia l'ennesimo scandalo derivati, otto Regioni italiane hanno già avviato l'iter per mettere la parola fine ai danni che proprio i bond e i derivati hanno causato in passato alle loro casse. Abruzzo, Campania, Lazio, Liguria, Lombardia, Marche, Piemonte e Puglia hanno infatti presentato al ministero dell'Economia la richiesta formale per poter rimborsare anticipatamente i mutui e i prestiti obbligazionari e per chiudere tutti i derivati sottostanti. A queste si aggiunge anche la Sicilia, che invece rimborserà solo mutui. Il totale dell'operazione, potenzialmente, è enorme: oltre 17 miliardi di euro di mutui, bond e derivati su cui si potrebbe mettere definitivamente una pietra sopra. Per chiudere questi debiti le Regioni otterranno un nuovo finanziamento di importo analogo dallo Stato, il quale reperirà le risorse anche emettendo BTp trentennali.

L'iter è già iniziato. Presto verranno scelti i consulenti e le banche incaricate di riacquistare i bond regionali sul mercato. Ma, tra gli addetti ai lavori, iniziano già ad affiorare i primi dubbi sull'effettiva fattibilità: molte Regioni, infatti, potrebbero non avere la convenienza economica a farlo. Tutto dipenderà dal valore di riacquisto dei bond e dal valore di chiusura dei derivati. «La partita dipenderà molto dalla capacità

delle Regioni di negoziare un'uscita favorevole dai derivati», osserva l'avvocato Tommaso Iaquina. Ma, secondo le prime stime spannometriche elaborate dal Sole 24 Ore con alcuni consulenti indipendenti, è possibile che alcune Regioni possano essere costrette a rinunciare. Forse Puglia e Lombardia. Sembra invece più probabile la convenienza per altre Regioni, come Piemonte e Liguria. Ma andiamo con ordine.

Il nodo del prezzo

L'operazione, secondo l'articolo 45 del decreto legge numero 66 dell'aprile scorso, è molto semplice. Il ministero dell'Economia eroga alle Regioni un finanziamento trentennale, al tasso dei BTp, e queste usano il denaro per estinguere i bond o i mutui pregressi. Chiudendo anche i derivati. L'obiettivo è di permettere alle Regioni di risparmiare in termini di interessi e di efficienza finanziaria. Senza, però, aumentare di una virgola il debito pubblico. L'articolo 45, in questo senso, è chiarissimo: l'operazione può essere effettuata solo se non aumenta il debito. Insomma: il prezzo che le Regioni pagano per riacquistare i bond e per chiudere i derivati non deve superare il valore nominale del debito precedente.

Questo è il primo grande punto interrogativo: molti bond di queste Regioni, come si vede nella grafica a fianco, quotano attualmente sopra la pari. Dunque comprarli costa caro. È il caso di Campania, Lazio, Marche e Lombardia. Quest'ultima, per fare un esempio, ha sul mercato un bond da un miliardo di dollari, che quota circa al 106% del valore nominale. La Regione potrà effettuare

l'operazione solo se la chiusura dei derivati sottostanti comporterà un guadagno sufficiente per compensare l'elevato prezzo di riacquisto. E, secondo alcuni esperti, non è affatto scontato.

È invece molto probabile che il Piemonte abbia buoni margini per effettuare l'operazione. Perché si trova nella situazione opposta. Secondo le indiscrezioni, infatti, la Regione ha una perdita di circa 450 milioni sui derivati che fanno da "corredo" al bond da 1,8 miliardi. Però questa perdita sarebbe ampiamente compensata dal prezzo di riacquisto del bond, dato che attualmente viaggia sul mercato intorno al 60% del valore nominale. Questo significa - a spanne - che la Regione ricomprirebbe un bond da 1,8 miliardi pagando poco più di un miliardo. Morale: stando a queste stime, spannometriche, il Piemonte risparmierebbe 800 milioni riacquistando il bond e ne spenderebbe 450 per chiudere i derivati.

Problema sovrastrutture

Il vero nodo è rappresentato dalle strutture finanziarie sottostanti ai bond, che spesso rendono difficili i calcoli sull'effettiva convenienza ad effettuare un'operazione di riacquisto. Molte Regioni, per esempio, hanno costruito con le banche d'affari i sinking fund:

cioè grossi "salvadanai" dove mettere poco per volta i soldi che serviranno in futuro per rimborsare i bond alla naturale scadenza. Il problema è che i soldi nei sinking fund sono stati investiti in titoli: in passato in titoli rischiosi (anche i bond greci), ma recentemente questi "salvadanai" sono stati ristrutturati e ora contengono generalmente solo BTP. Ebbene: nel calcolo della convenienza sulla ristrutturazione dei debiti, le Regioni devono tener anche conto di quanti soldi hanno già messo in questi "salvadanai" e se l'investimento è stato profittevole o no.

Il caso della Puglia è emblematico. La Regione potrebbe ricomprare il suo bond sul mercato a un prezzo conveniente: attualmente quota intorno all'88% del valore nominale. Per di più i derivati sottostanti - secondo le indiscrezioni - hanno un valore positivo. A prima vista, dunque, si tratta di una situazione perfetta. Eppure, per colpa del "salvadanaio" sinking fund, potrebbe non esserlo: perché i soldi versati fino ad oggi dalla Regione potrebbero esser-

si in parte erosi per via dell'investimento sottostante. Difficile calcolare oggi la fattibilità dell'operazione da parte della Puglia, ma è possibile che ai livelli attuali di prezzo per Bari possa non essere conveniente effettuarla.

Incertezza sui venditori

C'è poi un altro problema: le Regioni hanno convenienza a ricomprare i bond quando questi hanno quotazioni basse (come nel caso del Piemonte), ma in questo caso non è affatto scontato che gli investitori abbiano intenzione di venderglieli. Perché un investitore dovrebbe vendere al Piemonte un bond al 60% del valore nominale, quando alla scadenza (nel 2036) potrebbe incassare l'intero 100%? La maggior parte di questi titoli è infatti presumibilmente in pancia alle banche: queste potrebbero non avere alcuna convenienza ad aderire all'offerta delle Regioni, soprattutto se i bond sono iscritti in bilancio come titoli da conservare fino alla scadenza (held to maturity). Infatti vendere a 60 un bond che è in bilancio al

valore di 100, significa incassare una perdita di 40. Difficile che una banca possa accettare.

Ecco perché questa grande ristrutturazione dei debiti regionali - che presto potrebbe aprire la strada anche ai bond dei grandi comuni come Milano, Roma o Verona - potrebbe alla fine rivelarsi di portata ben inferiore rispetto alle stime attuali. In teoria il riacquisto, calcola il Tesoro, riguarderà 11 bond per un valore complessivo di 8,7 miliardi e vari mutui per un ammontare di 8,5 miliardi. L'operazione - si limitano a far sapere da Via XX Settembre - «sarà trasparente e condotta secondo i moderni standard di mercato». Ma le cifre effettive finali le deciderà solo il mercato. «E dato che la responsabilità dell'operazione è in capo alle Regioni - osserva Nicola Benini di Ifa Consulting - è giusto che si muovano con i piedi di piombo». Come dire: i calcoli li faranno bene. E, alla fine, se non avranno una convenienza certa, potrebbero preferire restare con i loro "vecchi" bond e derivati.

m.longo@ilsole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

L'operazione taglia-derivati

TUTTI I BOND DELLE REGIONI (CON DERIVATI) OGGETTO DI RIACQUISTO

	Prezzo in % sul valore nominale	importo del bond (in mln di euro)
	0	100
Abruzzo 07/11/36	59,49	493
Abruzzo 07/11/31	65,12	250
Campania 29/06/26		1.090
Campania 29/06/36	n.d.	1.000*
Lazio 23/06/28	108,62	250
Lazio 23/06/28	108,62	800
Liguria 22/11/34	100,74	420
Lombardia 25/10/32	106,43	1.000*
Marche 27/06/23	107,54	382,5
Piemonte 27/11/36	59,45	1.800
Puglia 06/02/23	88,71	870

Nota: *Bond denominato in dollari

Fonte: Bloomberg