



Allegato 3 a deliberazione c.c. n. 2020/332/024



Proposta di rimodulazione DEXIA

**Analisi preliminare
convenienza
economico-
finanziaria**

12 Giugno 2020

FinanceActive

1) Premessa

Al fine di disporre di liquidità aggiuntiva per sostenere le maggiori spese conseguenti agli effetti indotti dalla diffusione del COVID-19 la Città di Torino, di seguito "l'Ente", ha chiesto alla controparte Dexia, di seguito "la Banca", di formulare una proposta di rimodulazione dei prestiti obbligazionari e mutui rappresentati in Tabella 1.

La proposta prevede:

- una riduzione della quota capitale delle rate dei finanziamenti negli anni 2020 e 2021;
- una modifica delle condizioni economiche previste contrattualmente sulla base delle attuali condizioni di mercato;
- l'allungamento di un anno della scadenza contrattuale ed anche della vita media (0,98 anni)

TABELLA 1: PRESTITI OGGETTO DI VALUTAZIONE AL 12 GIUGNO 2020

Posizione n.	Tipologia	Debito Residuo	Tasso	Scadenza
1619	BOC	14.010.326,88	Tasso fisso al 5.3 %	17/12/2021
1599	BOC	79.966.483,87	Euribor 06 M + 0.1833% - con limite inferiore a zero	31/12/2030
1677	Mutuo	2.786.509,55	Euribor 06 M + 0.09499% con limite inferiore a zero	31/12/2022

Le valutazioni riportate nel presente documento sono state effettuate rispetto ai tassi di mercato rilevati il 12 giugno 2020 ed alle condizioni comunicate dalla Banca alla stessa data.

La presente valutazione ha carattere puramente indicativo e preliminare. La sussistenza della convenienza economica ex art. 41 L448/2001 dovrà essere verificata in concomitanza alla stipula della rinegoziazione sulla base delle condizioni definitive fissate dalla Banca e delle condizioni di mercato vigenti al momento della stessa.

2) Metodologia

L'operazione è valutata, dal punto di vista tecnico-finanziario, rispetto a due vincoli:

- 1) Il nominale residuo del debito *post* rinegoziazione non deve essere superiore al nominale residuo del debito *ante* sospensione.
- 2) **Articolo 41 della legge n. 448/2001:** tale articolo fa riferimento all'economicità di un'operazione di ristrutturazione del debito da valutarsi in termini di valore finanziario delle passività, prevedendo che si possa procedere alla ristrutturazione del debito unicamente *"in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi"*.

La legge italiana non ha mai indicato quale curva dei fattori di sconto o quale criterio finanziario occorra utilizzare per verificare la riduzione del valore finanziario del debito. Pertanto, nel vuoto normativo, gli Enti Locali e le Regioni hanno in passato adottato criteri e utilizzato curve di valutazione comunemente applicate sul mercato o suggerite dalla letteratura finanziaria. A nostro avviso, la curva di attualizzazione da utilizzare nella valutazione della convenienza economica finanziaria, dovrebbe essere quella che rappresenta in modo più fedele le condizioni di finanziamento attuali dell'Ente che si appresta ad intraprendere la rinegoziazione.

La curva dovrebbe essere espressa come sommatoria di due componenti: la curva di finanziamento riscontrata sul mercato dei capitali della Repubblica Italiana e implicita nei prezzi dei BTP (curva definita *Benchmark*) e la curva relativa agli spread creditizi applicati agli Enti in aggiunta alla curva *Benchmark*. È evidente che, considerando in generale la minore affidabilità creditizia media degli Enti italiani rispetto alla Repubblica Italiana e considerando anche la minore liquidità dei prestiti rispetto ai BTP, la curva degli *spread* in aggiunta alla curva *Benchmark* deve necessariamente risultare positiva.

Attualmente non esistono titoli obbligazionari emessi da Enti Territoriali regolarmente negoziati sui mercati: vi è pertanto un'oggettiva difficoltà ad estrapolare dal mercato la curva dei fattori di sconto da applicare nella valutazione della convenienza economica e finanziaria di questa rinegoziazione. In riferimento a tale criterio di valutazione è a nostro avviso plausibile che le condizioni di tasso d'interesse offerte dal sistema bancario agli Enti, considerando il maggior rischio e la minore liquidità dell'investimento, siano mediamente non inferiori ai tassi di rendimento, a parità di durata finanziaria, dei titoli di stato italiani e non superiori al rendimento degli stessi titoli della Repubblica Italiana maggiorati di uno *spread* del 1,00%¹.

La metodologia utilizzata per il calcolo della convenienza economica è dunque basata sul confronto dei valori finanziari delle posizioni ante e post rinegoziazione, che vengono calcolati impiegando in via prudenziale i fattori di sconto impliciti nelle quotazioni dei titoli di stato della Repubblica Italiana (*Curva Benchmark Italia*). Viene rappresentato inoltre il calcolo della convenienza economica considerando una maggiorazione di un punto percentuale della curva *Benchmark Italia*.

Segnaliamo, inoltre, che una pubblicazione da tenere in considerazione per gli Enti Locali sulle condizioni di finanziamento è il decreto con cui il MEF periodicamente determina i tassi massimi applicabili agli stessi Enti per nuove operazioni di finanziamento. L'ultima pubblicazione di tale decreto risale al 28 novembre 2019 e, considerato il particolare momento di mercato dovuto alla crisi in corso, non si può ritenere rappresentativo delle attuali condizioni a cui un Ente Locale potrebbe finanziarsi. Questa preliminare valutazione della convenienza economico finanziaria verrà adeguata se, prima della stipula della rinegoziazione, venisse pubblicato un aggiornamento del decreto tassi massimi.

¹ Il nostro limite massimo di convenienza è in linea con quanto disposto dall'art.35 della l. 23.12.1994 n. 724 che in riferimento al rendimento dei titoli obbligazionari emessi dagli Enti Locali pone il seguente vincolo: "Il rendimento effettivo al lordo di imposta per i sottoscrittori del prestito non dovrà essere superiore, al momento della emissione, al rendimento lordo dei titoli di Stato di pari durata emessi nel mese precedente maggiorato di un punto".

3) L'operazione di rimodulazione

L'operazione di rimodulazione prevede:

- 1) **Debito Residuo:** uguale al debito residuo in essere alla data di sospensione
- 2) **Quota capitale 2020 e 2021:** riduzione come da piani trasmessi dalla Banca (cfr. par. 4)
- 3) **Nuova scadenza:** + 12 mesi rispetto a quella originaria
- 4) **Tasso d'interesse:** variato per tutte le posizioni come riportato in Tabella 2

**TABELLA 2: CONFRONTO VALORE FINANZIARIO DEL DEBITO ANTE E POST
ALLA DATA DI ANALISI – CURVA BENCHMARK**

Posizione	Tasso di Interesse Ante	Tasso di Interesse Post	Scadenza ante	Scadenza post	Debito Residuo	Variazione interessi (*)	Convenienza (**)	Variazione rata 2020
1619	Tasso fisso al 5.3 %	Tasso fisso al 3,13%	17/12/2021	17/12/2022	14.010.326,88	189.736,81	133.659,74	-6.216.990,45
1599	Euribor 06 M + 0.1833- Floor -0.1833 al Euribor 06 M	Euribor 06 M + 0.5641- Floor -0.5641 al Euribor 06 M	31/12/2030	31/12/2031	79.966.483,87	1.864.822,24	396.562,51	-4.919.376,12
1677	(Euribor 06 M + 0.09499)- Floor -0.09499 al Euribor 06 M	Tasso fisso al 0,69%	31/12/2022	31/12/2023	2.786.509,55	43.215,01	25.421,95	-802.399,51
TOT					96.763.320,30	2.097.774,05	555.644,20	-11.938.766,08

(*) Euribor 6M - curva *forward* del 12 giugno 2020 - Fonte Insito

(**) Convenienza calcolata con curva di attualizzazione BTP Benchmark Italia - 12 giugno 2020 ore 11 - Fonte Eikon Reuters

Qualora l'attualizzazione fosse calcolata sulla base della **curva prudenziale** (curva Benchmark Italia - Allegato 1), **l'operazione non consentirebbe la riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico dell'Ente**, ovvero non rispetterebbe il requisito di convenienza economica finanziaria ex art 41 legge 448/2001, per tutte le posizioni.

Tuttavia, qualora si considerasse il **maggior rischio di credito dell'Ente rispetto a Repubblica Italiana e la minore liquidità dei prestiti e mutui rispetto ai BTP** e la convenienza fosse perciò calcolata sulla base della **curva Benchmark maggiorata di un punto percentuale** (curva Benchmark Italia con spread - Allegato 2), l'operazione consentirebbe la **riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico dell'Ente, ovvero rispetterebbe il requisito di convenienza economica finanziaria ex art 41 legge 448/2001, per tutte le posizioni, come rappresentato in Tabella 3.**

**TABELLA 3: CONFRONTO VALORE FINANZIARIO DEL DEBITO ANTE E POST
ALLA DATA DI ANALISI - CURVA BENCHMARK CON SPREAD**

Posizione	Tasso di Interesse Ante	Tasso di Interesse Post	Scadenza ante	Scadenza post	Debito Residuo	Variazione interessi (*)	Convenienza (**)	Variazione rata 2020
1619	Tasso fisso al 5.3 %	Tasso fisso al 3,13%	17/12/2021	17/12/2022	14.010.326,88	189.736,81	-1.507,96	-6.216.990,45
1599	Euribor 06 M + 0.1833-Floor -0.1833 al Euribor 06 M	Euribor 06 M + 0.5641-Floor -0.5641 al Euribor 06 M	31/12/2030	31/12/2031	79.966.483,87	1.864.822,24	-269.430,68	-4.919.376,12
1677	(Euribor 06 M + 0.09499)-Floor -0.09499 al Euribor 06 M	Tasso fisso al 0,69%	31/12/2022	31/12/2023	2.786.509,55	43.215,01	-1.057,19	-802.399,51
TOT					96.763.320,30	2.097.774,05	-271.995,83	-11.938.766,08

(*) Euribor 6M - curva *forward* del 12 giugno 2020 - Fonte Insito

(**) Convenienza calcolata con curva di attualizzazione BTP Benchmark Italia - 12 giugno 2020 ore 11 - Fonte Eikon Reuters

4) Effetti della rinegoziazione

Si riportano di seguito in dettaglio i piani di ammortamento ante e post sospensione considerati per il calcolo della convenienza economica e le variazioni di rata che ne conseguono per ogni posizione.

BOC 1619

Data di analisi	Situazione ante				Situazione post				Variazioni Rata
	Debito residuo	Quota capitale	Fisso	Vita Media	Debito residuo	Quota capitale	Fisso	Vita Media	
12/06/2020	14.010.326,88	Tasso	5,300%	0,78	14.010.326,88	Tasso	3,1300%	1,74	
Data	Debito residuo	Quota capitale	Quota interessi	Rata	Debito residuo	Quota capitale	Quota interessi	Rata	Variazioni Rata
17/06/2020	10.644.078,67	3.366.248,21	371.273,66	3.737.521,87	13.673.702,06	336.624,82	371.273,66	707.898,48	-3.029.623,39
17/12/2020	7.188.161,44	3.455.917,23	282.068,08	3.737.985,31	13.337.077,24	336.624,82	213.993,44	550.618,26	-3.187.367,06
17/06/2021	3.640.745,21	3.547.416,23	190.486,28	3.737.902,51	10.644.078,67	2.692.998,57	208.725,26	2.901.723,83	-836.178,68
17/12/2021	0,00	3.640.745,21	96.479,75	3.737.224,96	7.188.161,44	3.455.917,23	166.579,83	3.622.497,06	-114.727,90
17/06/2022					3.640.745,21	3.547.416,23	112.494,73	3.659.910,96	3.659.910,96
17/12/2022					0,00	3.640.745,21	56.977,66	3.697.722,87	3.697.722,87
TOTALE		14.010.326,88	940.307,77	14.950.634,65		14.010.326,88	1.130.044,58	15.140.371,46	189.736,81

BOC 1599

Data di analisi	Situazione ante				Situazione post				Variazioni Rata
	Debito residuo	Variabile	Spread	Vita Media	Debito residuo	Variabile	Spread	Vita Media	
12/06/2020	79.966.483,87	E6M	0,1833%	5,80	79.966.483,87	E6M	0,5641%	6,79	
Data	Debito residuo	Quota capitale	Quota interessi	Rata	Debito residuo	Quota capitale	Quota interessi	Rata	Variazioni Rata
30/06/2020	77.196.337,40	2.770.146,47	0,00	2.770.146,47	79.689.469,22	277.014,65	0,00	277.014,65	-2.493.131,82
31/12/2020	74.356.383,92	2.839.953,48	0,00	2.839.953,48	79.412.454,58	277.014,65	136.694,53	413.709,18	-2.426.244,30
30/06/2021	71.444.920,82	2.911.463,10	0,00	2.911.463,10	77.196.337,40	2.216.117,18	90.198,67	2.306.315,85	-605.147,25
31/12/2021	68.461.948,10	2.982.972,72	0,00	2.982.972,72	74.356.383,92	2.839.953,48	87.422,45	2.927.375,93	-55.596,79
30/06/2022	65.404.060,54	3.057.887,56	0,00	3.057.887,56	71.444.920,82	2.911.463,10	82.997,86	2.994.460,96	-63.426,60
31/12/2022	62.269.555,53	3.134.505,01	0,00	3.134.505,01	68.461.948,10	2.982.972,72	83.056,31	3.066.029,03	-68.475,98
30/06/2023	59.056.730,46	3.212.825,07	0,00	3.212.825,07	65.404.060,54	3.057.887,56	84.538,33	3.142.425,89	-70.399,18
31/12/2023	55.763.882,72	3.292.847,74	0,00	3.292.847,74	62.269.555,53	3.134.505,01	91.557,98	3.226.062,99	-66.784,75
30/06/2024	52.387.607,09	3.376.275,63	0,00	3.376.275,63	59.056.730,46	3.212.825,07	97.064,50	3.309.889,57	-66.386,06
31/12/2024	48.927.903,57	3.459.703,52	0,00	3.459.703,52	55.763.882,72	3.292.847,74	104.722,28	3.397.570,02	-62.133,50
30/06/2025	45.381.366,94	3.546.536,63	2.071,31	3.548.607,94	52.387.607,09	3.376.275,63	109.124,99	3.485.400,62	-63.207,32
31/12/2025	41.746.294,59	3.635.072,35	12.256,20	3.647.328,55	48.927.903,57	3.459.703,52	116.110,96	3.575.814,48	-71.514,07
30/06/2026	38.020.983,91	3.725.310,68	20.573,52	3.745.884,20	45.381.366,94	3.546.536,63	117.789,06	3.664.325,69	-81.558,51
31/12/2026	34.202.029,68	3.818.954,23	27.375,19	3.846.329,42	41.746.294,59	3.635.072,35	121.000,94	3.756.073,294	-90.256,13
30/06/2027	30.287.729,29	3.914.300,39	31.642,40	3.945.942,79	38.020.983,91	3.725.310,68	118.548,59	3.843.859,27	-102.083,52
31/12/2027	26.274.677,52	4.013.051,77	34.855,66	4.047.907,43	34.202.029,68	3.818.954,23	117.755,89	3.936.710,12	-111.197,31
30/06/2028	22.161.171,76	4.113.505,76	35.380,09	4.148.885,85	30.287.729,29	3.914.300,39	111.898,88	4.026.199,27	-122.686,59
31/12/2028	17.945.509,40	4.215.662,36	34.741,63	4.250.403,99	26.274.677,52	4.013.051,77	106.430,81	4.119.482,58	-130.921,40
30/06/2029	13.624.285,22	4.321.224,18	31.312,04	4.352.536,22	22.161.171,76	4.113.505,76	96.150,02	4.209.655,78	-142.880,44
31/12/2029	9.195.796,61	4.428.488,61	26.927,95	4.455.416,56	17.945.509,40	4.215.662,36	86.933,35	4.302.595,71	-152.820,84
30/06/2030	4.656.638,35	4.539.158,26	19.593,22	4.558.751,48	13.624.285,22	4.321.224,18	72.594,06	4.393.818,24	-164.933,24
31/12/2030	0,00	4.656.638,35	10.900,91	4.667.539,26	9.195.796,61	4.428.488,61	58.410,73	4.486.899,34	-180.639,92
30/06/2031					4.656.638,35	4.539.158,26	40.170,32	4.579.328,58	4.579.328,58
31/12/2031					0,00	4.656.638,35	21.280,83	4.677.919,18	4.677.919,18
TOTALE		79.966.483,87	287.630,12	80.254.113,99		79.966.483,87	2.152.452,36	82.118.936,23	1.864.822,24

MUTUO 1677

Data di analisi	Situazione ante				Situazione post				
		Variabile	Spread	Vita Media			Fisso	Vita Media	
12/06/2020	2.786.509,55	E6M	0,09499%	1,32	2.786.509,55	Tasso	0,6900%	2,30	
Data	Debito residuo	Quota capitale	Quota Interessi	Rata	Debito residuo	Quota capitale	Quota Interessi	Rata	Variazioni Rata
30/06/2020	2.339.204,51	447.305,04	0,00	447.305,04	2.741.779,05	44.730,50	0,00	44.730,50	-402.574,54
31/12/2020	1.885.189,89	454.014,62	0,00	454.014,62	2.697.048,54	44.730,50	9.459,14	54.189,64	-399.824,98
30/06/2021	1.424.365,05	460.824,84	0,00	460.824,84	2.339.204,51	357.844,03	9.304,82	367.148,85	-93.675,99
31/12/2021	956.627,84	467.737,21	0,00	467.737,21	1.885.189,89	454.014,62	8.070,26	462.084,88	-5.652,33
30/06/2022	481.874,57	474.753,27	0,00	474.753,27	1.424.365,05	460.824,84	6.503,91	467.328,75	-7.424,52
31/12/2022	0,00	481.874,57	0,00	481.874,57	956.627,84	467.737,21	4.914,06	472.651,27	-9.223,30
30/06/2023					481.874,57	474.753,27	3.300,37	478.053,64	478.053,64
31/12/2023					0,00	481.874,57	1.662,47	483.537,04	483.537,04
TOTALE		2.786.509,55	0,00	2.786.509,55		2.786.509,55	43.215,01	2.829.724,56	43.215,01

BOZZA

Allegato 1: Curva di attualizzazione
per il calcolo della convenienza economica ex. Art 41

Benchmark Italia

12/06/2020	1,00000
30/06/2020	1,00009
31/12/2020	1,00045
30/06/2021	0,99959
31/12/2021	0,99754
30/06/2022	0,99438
31/12/2022	0,99005
30/06/2023	0,98474
31/12/2023	0,97836
30/06/2024	0,97119
31/12/2024	0,96322
30/06/2025	0,95481
31/12/2025	0,94577
30/06/2026	0,93650
31/12/2026	0,92674
30/06/2027	0,91688
31/12/2027	0,90666
30/06/2028	0,89633
31/12/2028	0,88565
30/06/2029	0,87493
31/12/2029	0,86382
30/06/2030	0,85268
31/12/2030	0,84116
30/06/2031	0,82968
31/12/2031	0,81790

Allegato 2: Curva di attualizzazione
per il calcolo della convenienza economica ex. Art 41

Benchmark Italia + spread

12/06/2020	1,00000
30/06/2020	0,99966
31/12/2020	0,99507
30/06/2021	0,98933
31/12/2021	0,98239
30/06/2022	0,97447
31/12/2022	0,96541
30/06/2023	0,95556
31/12/2023	0,94469
30/06/2024	0,93321
31/12/2024	0,92100
30/06/2025	0,90853
31/12/2025	0,89552
30/06/2026	0,88245
31/12/2026	0,86898
30/06/2027	0,85560
31/12/2027	0,84193
30/06/2028	0,82832
31/12/2028	0,81446
30/06/2029	0,80073
31/12/2029	0,78671
30/06/2030	0,77284
31/12/2030	0,75868
30/06/2031	0,74474
31/12/2031	0,73061