

SCHEDA TECNICA SULL'ATTUAZIONE DELL'ART. 41 DELLA LEGGE 448/2001 e dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014

INDICE

<i>PREMESSA</i>	2
<i>1 - CONSIDERAZIONI SUL CALCOLO DELLA CONVENIENZA AI SENSI DELL'ART.41 DELLA LEGGE 448/2001</i>	3
1.1 – Considerazioni generali	3
1.2 – Definizioni.....	3
1.3 – Verifica ai sensi dell'art. 41 della Legge n. 448/2001.....	8
1.3.1 – Il calcolo del valore attuale dei flussi a servizio del debito.....	8
1.3.2 – La stima dei flussi aleatori.....	9
1.3.3 – Il Valore Finanziario Ante e Post Rinegoziazione.....	9
1.3.4 – Il Valore Finanziario post rinegoziazione	10
<i>2 - CONSIDERAZIONI SUL CALCOLO DEI VINCOLI IMPOSTI DALL'ART. 45 DEL D.L. N. 66 DEL 24/04/2014</i>	12
2.1 – Considerazioni generali	12
2.2 – Il Valore Nozionale del Mutuo concesso dal MEF	13
2.3 – Il Valore di Riacquisto dei Titoli Obbligazionari.....	13

SCHEDA TECNICA SULL'ATTUAZIONE DELL'ART. 41 DELLA LEGGE 448/2001 e dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014

PREMESSA

Obiettivo del presente documento è quello di definire la metodologia per l'applicazione (i) dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014¹ e (ii) dell'art. 41 della Legge n. 448/2001.

Ambedue le norme sono finalizzate a garantire, nell'ambito delle operazioni di ristrutturazione del debito, il principio del contenimento del "costo dell'indebitamento".

L'art. 41 della Legge n. 448/2001 fa riferimento all'economicità di un'operazione da valutarsi in termini di valore finanziario delle passività prevedendo che si possa procedere alla rinegoziazione del debito *"in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi"* (vedi Paragrafo 1 che segue).

L'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014 introduce un vincolo aggiuntivo afferente il livello di indebitamento stabilendo che le regioni, individuate con Decreto del MEF del 10/07/2014², possano procedere con il riacquisto dei titoli obbligazionari da esse emessi solamente a condizione che la somma del valore di riacquisto dei titoli obbligazionari e del valore di mercato del derivato, qualora i titoli oggetto di riacquisto rappresentino il sottostante di operazioni in strumenti derivati, non sia superiore al valore nominale dei titoli stessi (vedi Paragrafo 2 che segue). Ciò significa, come espressamente stabilito dal decreto, che qualora la ristrutturazione *"comportasse un aumento del debito [...] non si dà luogo all'operazione"*.

¹ L'art. 45 del decreto-legge 24 aprile 2014 n. 66 è stato convertito con modificazioni, dalla legge 23 giugno 2014 n. 89.

² Il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 10/07/2014 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, 12 luglio 2014, n. 160.

SCHEMA TECNICA SULL'ATTUAZIONE DELL'ART. 41 DELLA LEGGE 448/2001 e dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014

1 - CONSIDERAZIONI SUL CALCOLO DELLA CONVENIENZA AI SENSI DELL'ART.41 DELLA LEGGE 448/2001

1.1 – Considerazioni generali

L'articolo 41 della **Legge 448/2001** (i) individua nel contenimento del costo dell'indebitamento un principio per la finanza degli Enti Territoriali (comma 1) e (ii) stabilendo che, nel caso di ristrutturazione del debito, la riduzione del valore finanziario delle passività è condizione necessaria per porre in essere l'operazione di ristrutturazione (comma 2), **individua nel calcolo del valore finanziario un criterio per la valutazione della sussistenza del principio del contenimento del costo del debito.**

L'articolo 1, comma 71, della **Legge 311/2004** e la relativa Circolare esplicativa (Circolare MEF del 28 giugno 2005) definiscono il **valore finanziario come somma dei valori attuali dei flussi a servizio del debito.**

L'articolo 1, comma 736, della **Legge 296/2006** e la relativa Circolare esplicativa (Circolare MEF del 31 gennaio 2007) stabiliscono che il contenimento del costo finale delle operazioni relative alla gestione del debito è da valutarsi sia in relazione all'esposizione ai **rischi di mercato**, sia in relazione ai **rischi di credito** assunti.

Considerando le norme precedentemente citate, **la valutazione circa la fattibilità dell'operazione di riacquisto dei bond prevista dal D.L. n. 66 del 24/04/2014 è stata effettuata misurando l'impatto sui flussi a servizio del debito. Tale misurazione ha infatti avuto ad oggetto il "valore finanziario delle passività" da intendersi come valore attuale dei flussi di cassa attesi.**

1.2 – Definizioni

Credit Default Swap: (di seguito definito CDS): Il CDS è un contratto che fornisce protezione contro il rischio di fallimento ("*credit event*") di uno specifico soggetto ("*reference entity*"). Il soggetto assicurato (il "*buyer*" del CDS) acquisisce il diritto di ottenere dall'assicuratore (il "*seller*" del CDS) il rimborso delle perdite sul capitale assicurato ("*notional principal*") relativamente ad un'emissione della "*reference entity*". Infatti, al verificarsi del "*credit event*" il venditore del CDS (l'assicuratore)

SCHEMA TECNICA SULL'ATTUAZIONE DELL'ART. 41 DELLA LEGGE 448/2001 e dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014

deve rimborsare all'acquirente (l'assicurato) la differenza tra il valore nominale del titolo assicurato ed il valore di mercato ("*cash settlement*").

Credit Spread: Lo spread di credito è una grandezza che riflette il rischio di credito di un soggetto. E' misurabile come la differenza tra il rendimento (c.d. *Yield*) di un'obbligazione emessa da un soggetto ed il rendimento (c.d. *Yield*) di un investimento privo di rischio. In prima approssimazione, ai livelli di tale spread dovrebbero convergere le quotazioni dei *CDS* del soggetto emittente. Ne consegue che le informazioni per la stima di tale grandezza possono essere reperite direttamente sul mercato dei *CDS* o attraverso la stima dei rendimenti impliciti nei prezzi dei titoli obbligazionari osservabili sul mercato (vale a dire degli spread di credito impliciti nei prezzi dei titoli obbligazionari osservabili sul mercato). La scelta dei dati da utilizzare deve essere effettuata considerando l'orizzonte temporale della valutazione (c.d. *maturity*) e tenendo conto della liquidità delle quotazioni osservabili.

Curva dei Fattori di Sconto Euribor: E' la curva costruita facendo riferimento alla struttura a termine dei tassi *Euribor* (Curva *Zero Coupon*) implicita nelle quotazioni di mercato di (i) depositi, (ii) *forward rate agreement* ed (iii) *Interest Rate Swap* afferenti l'*Euribor a 6 mesi* disponibili su Bloomberg (Curva *Eur.6M* alla pagina *SWDF EUR* di Bloomberg). I dati di mercato saranno "elaborati" mediante i metodi standard per il calcolo dei fattori di sconto (il "*bootstrap method*") che verranno di volta in volta interpolati in corrispondenza delle date dei singoli flussi da attualizzare. In particolare, l'elaborazione dei dati di mercato per il calcolo dei fattori di sconto avverrà attraverso l'utilizzo dell'apposita funzione sviluppata da Bloomberg denominata "*BCurveInt()*".

Curva dei Fattori di Sconto di Sconto BTPs: E' la curva costruita facendo riferimento alla struttura a termine dei rendimenti lordi dei Titoli di Stato della Repubblica Italiana (*BTPs*), calcolati facendo riferimento alla struttura a termine dei tassi *Euribor* (Curva *Zero Coupon*) implicita nelle quotazioni di mercato di (i) depositi, (ii) *forward rate agreement* ed (iii) *Interest Rate Swap* afferenti l'*Euribor a 6 mesi* disponibili su Bloomberg (Curva *Eur.6M* alla pagina *SWDF EUR* di Bloomberg), maggiorata degli spread di credito sull'*Euribor* impliciti nelle quotazioni dei *BTPs* (i c.d. *Z Spread*, che misurano l'extra rendimento dei *BTPs* rispetto all'*Euribor*). I dati di mercato saranno "elaborati" mediante i metodi standard per il calcolo dei fattori di sconto (il "*bootstrap method*") che verranno di volta in volta interpolati in corrispondenza delle date dei singoli flussi da attualizzare. In particolare, l'elaborazione dei dati di mercato per il calcolo dei fattori di sconto avverrà attraverso l'utilizzo dell'apposita funzione sviluppata da Bloomberg denominata "*BCurveInt()*". I Prezzi e rendimenti dei *BTPs* sono disponibili alla pagina "*BTPS Corp*" di Bloomberg.

SCHEMA TECNICA SULL'ATTUAZIONE DELL'ART. 41 DELLA LEGGE 448/2001 e dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014

Perdite Attese per Insolvenza della Banca depositaria: Sono le perdite delle somme accantonate che la Regione subirebbe in caso di default della depositaria qualora non sussistessero garanzie e/o fossero insufficienti rispetto all'entità dei depositi (vale a dire l'entità delle somme accantonate). Tali perdite sono stimate facendo riferimento (i) all'esposizione della Regione, rappresentata dall'entità degli accantonamenti non coperti da eventuali garanzie e (ii) alle probabilità di default della banca depositaria secondo la seguente formula: "Perdita attesa = % di perdita x Esposizione x probabilità di default". Le probabilità di default della banca depositaria sono state indicativamente stimate facendo riferimento ad un unico *Credit Spread* "rappresentativo" del merito di credito dell'istituto secondo la seguente formula: "Probabilità di insolvenza nel periodo (0, T) = 1 - exp(-λT) con λ = credit spread rappresentativo / (1 - Recovery Rate)". Si precisa che tale formula consente solo una prima approssimazione relativamente alla stima delle probabilità di default. Il *credit spread* "rappresentativo" del merito di credito dell'istituto può essere stimato pari al rischio di credito su depositi che a sua volta è pari all'extra-rendimento rispetto all'Euribor, secondo la seguente ipotesi: "credit spread rischio controparte = spread interessi rispetto a Euribor".

Perdite Attese per Insolvenza della Controparte Swap: Sono le perdite che la Regione subirebbe in caso di default della banca controparte qualora il valore dello swap fosse positivo per la Regione (un credito verso la banca) e le eventuali garanzie insufficienti rispetto all'entità del credito. Tali perdite vengono stimate facendo riferimento (i) all'esposizione della Regione, rappresentata dal c.d. *fair value dello swap*, considerando anche il valore delle eventuali Perdite Attese su Protezione Venduta da parte della Regione non coperto da garanzie e (ii) alle probabilità di default della banca controparte secondo la seguente formula: "Perdita attesa = % di perdita x Esposizione x probabilità di default". La perdita attesa per insolvenza della controparte, a titolo indicativo, può essere stimata in ragione delle probabilità di default calcolate facendo riferimento ad un unico *Credit Spread* "rappresentativo" del merito di credito dell'istituto secondo la seguente formula: "Probabilità di insolvenza nel periodo (0, T) = 1 - exp(-λT) con λ = Credit Spread rappresentativo / (1 - Recovery Rate)". Si precisa che tale formula consente solo una prima approssimazione relativamente alla stima delle probabilità di default. Il *Credit Spread* "rappresentativo" del merito di credito dell'istituto può essere stimato facendo riferimento alle quotazioni dei CDS della banca e/o ai *Credit Spread* impliciti nei prezzi dei titoli obbligazionari emessi dall'istituto osservabili sul mercato.

Perdite Attese su Protezione Venduta: Sono i pagamenti che la Regione dovrebbe effettuare nel caso in cui si verificano gli eventi di credito contro i quali ha fornito protezione. Tali pagamenti vengono stimati facendo riferimento (i) all'esposizione rappresentata dal capitale nominale assicurato e (ii) alle probabilità di default della c.d. *reference entity* secondo la seguente formula: "Perdita attesa = % di perdita x Capitale nominale x probabilità di default della reference entity". Qualora la *reference entity* sia unica e certa, le probabilità di default sono normalmente calcolate facendo riferimento alle quotazioni dei

SCHEMA TECNICA SULL'ATTUAZIONE DELL'ART. 41 DELLA LEGGE 448/2001 e dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014

CDS ed il valore della protezione venduta determinato utilizzando gli algoritmi di valutazione dei CDS. Qualora la *reference entity* non sia certa in quanto, ad esempio, dipendente dalla composizione di un portafoglio periodicamente ribilanciato dalla banca controparte, la valutazione richiede l'utilizzo di tecniche di simulazione (*Monte Carlo Simulation*). A titolo indicativo, la perdita attesa su protezione venduta può essere stimata in ragione delle probabilità di default calcolate facendo riferimento ad un unico *Credit Spread* "rappresentativo" del merito di credito della/delle *reference entity* che deve tenere in considerazione le specifiche clausole contrattuali di ciascuna operazione. Dato il *Credit Spread* "rappresentativo" della *reference entity*, le probabilità di default sono calcolate secondo la seguente formula: "Probabilità di insolvenza nel periodo $(0, T) = 1 - \exp(-\lambda T)$ con $\lambda = \text{Credit Spread rappresentativo} / (1 - \text{Recovery Rate})$ ". Si precisa che tale formula consente solo una prima approssimazione relativamente alla stima delle probabilità di default. Il credit spread rappresentativo può essere stimato facendo riferimento alle quotazioni dei CDS e/o ai *Credit Spread* impliciti nei prezzi dei titoli obbligazionari della/delle *reference entity*.

Piano Accantonamenti: I Flussi derivanti dalla pianificazione nel tempo degli accantonamenti ai sensi dell'art. 41 della Legge 448/2001 presso un intermediario finanziario aumentati dalla stima degli interessi che matureranno su tali somme. In particolare si precisa che, in considerazione di quanto previsto dall'art. 41 della Legge 448/2001, nel caso in cui sia avvenuta la risoluzione anticipata del contratto *swap*, per continuare a garantire l'ammortamento del prestito obbligazionario *bullet* fino alla scadenza è necessario continuare a rispettare gli obblighi di accantonamento delle quote capitali annuali, vincolando le relative somme sia in apposito capitolo di bilancio, sia in tesoreria regionale, ai sensi dell'art. 35 del D.L. n. 1 del 24/01/2011³ e della Circolare del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 11 del 24/03/2012⁴.

Recovery Rate: E' il tasso di recupero di un investimento in caso di insolvenza del soggetto debitore, vale a dire la quota di investimento "recuperabile" a seguito del default (o di altra situazione di insolvenza) del debitore. Con riferimento ad un titolo obbligazionario è definibile

³ Il Decreto Legge n. 1 del 24/01/2011, convertito con modificazioni dalla Legge n. 27 del 24/03/2012, ha previsto, tra l'altro, che le disponibilità degli enti e organismi pubblici rivenienti da operazioni di mutuo, prestito e ogni altra forma di indebitamento non sorrette da alcun contributo in conto capitale o in conto interessi da parte dello Stato, delle regioni e delle altre pubbliche amministrazioni, restano escluse dall'applicazione delle disposizioni previste dall'art.1 della legge 720/84 e, pertanto, restano depositate presso il tesorerie regionale.

⁴ La Circolare del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 11 del 24/03/2012 ha confermato che restano escluse dalla prescrizione di smobilizzo le somme accantonate dalle amministrazioni per adempiere all'obbligo, previsto dall'articolo 41, comma 2, della Legge 448/2001, di ricostituire, attraverso fondi o swap di ammortamento, meccanismi di ammortamento del debito emesso in formato bullet.

SCHEDA TECNICA SULL'ATTUAZIONE DELL'ART. 41 DELLA LEGGE 448/2001 e dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014
--

come il rapporto tra il valore di mercato del titolo immediatamente successivo all'insolvenza ed il valore nominale. Facendo riferimento alle quotazioni dei *CDS*, lo standard di mercato relativo a passività non subordinate e non garantite ("*senior unsecured*") è pari al 40% (si veda: "*ISDA CDS Standard Model Documentation*").

SCHEMA TECNICA SULL'ATTUAZIONE DELL'ART. 41 DELLA LEGGE 448/2001 e dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014

1.3 – Verifica ai sensi dell'art. 41 della Legge n. 448/2001

In relazione alla modalità di calcolo dell'art. 41 della Legge n. 448/2001, fermo restando quanto previsto (i) dall'art. 1, comma 71, della Legge 30 dicembre 2004 n. 311, (ii) dalla Circolare esplicativa del MEF del 28/06/2005 e (iii) dall'articolo 1, comma 736, della Legge 296/2006 e la relativa Circolare esplicativa (Circolare MEF del 31 gennaio 2007) la valutazione circa la convenienza dell'operazione è da effettuarsi con riferimento al **valore finanziario delle passività totali a carico delle regioni** calcolato facendo riferimento al **valore attuale dei flussi di cassa attesi** stimati come di seguito indicato.

1.3.1 – Il calcolo del valore attuale dei flussi a servizio del debito

Premesso che l'attualizzazione dei flussi a servizio del debito da parte del debitore richiede l'identificazione di un opportuno tasso di sconto, è possibile individuare due alternative che vengono di seguito riportate:

- a) La prima possibilità è rappresentata dall'utilizzo del tasso benchmark del mercato monetario, vale a dire il *tasso Euribor* (che costituisce un'approssimazione di quello che in letteratura viene definito il tasso privo di rischio). In questo caso l'utilizzo del *tasso Euribor* misura il valore corrente degli impegni per il debitore, vale a dire la somma che il debitore dovrebbe oggi accantonare attraverso uno strumento "puro di rischio" (remunerato ad *Euribor*) in modo da avere in futuro la disponibilità delle somme necessarie per il servizio del debito. Per un soggetto con un basso "indebitamento strutturale", vale a dire con le disponibilità per far fronte al servizio del proprio debito senza ricorrere a nuovi finanziamenti, l'attualizzazione al *tasso Euribor* (il "tasso privo di rischio") è maggiormente indicata.

In tale caso l'attualizzazione dei flussi sarà effettuata facendo riferimento alla **Curva dei Fattori di Sconto Euribor**.

Alternativamente:

- b) La seconda scelta presuppone l'utilizzo di un tasso che rappresenti il costo opportunità delle operazioni di finanziamento, vale a dire un tasso che rifletta il costo del *funding* del debitore (pari all'*Euribor* maggiorato del *credit spread*). Questa ipotesi risponde invece ad una logica di valutazione dei flussi a servizio del debito considerandone il "valore di mercato", vale a dire considerando quando costerebbe al debitore ripristinare i finanziamenti oggetto di valutazione. Per un soggetto con un significativo livello di "indebitamento strutturale", vale a dire senza le

SCHEMA TECNICA SULL'ATTUAZIONE DELL'ART. 41 DELLA LEGGE 448/2001 e dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014

disponibilità, o con disponibilità limitate alla copertura del servizio del debito, l'attualizzazione ad un tasso pari al costo del *funding* consentirebbe un migliore apprezzamento dell'effettiva posizione finanziaria del debitore e del conseguente "rischio di rifinanziamento". Infatti, il debitore, a seguito delle disponibilità limitate, sarebbe costretto a rifinanziare il rimborso dei prestiti. Essendo le Regioni soggetti che presentano un significativo "indebitamento strutturale", un realistico apprezzamento del valore finanziario dei flussi a servizio del debito andrebbe effettuato valutando i flussi considerando il proprio costo di *funding*. Prudenzialmente, essendo le Regioni una "emanazione" dello Stato Italiano, una stima (in difetto) di tale costo è rappresentata dal rendimento dei Titoli di Stato emessi dalla Repubblica Italiana osservabile sul mercato. Tale scelta è anche giustificata dalla maggiore liquidità del mercato dei Titoli di Stato rispetto a quello delle emissioni regionali. Tale impostazione è da considerarsi prudente in quanto, essendo le Regioni una "emanazione" della Repubblica, il loro *costo del funding* dovrebbe essere tendenzialmente superiore rispetto a quello della Repubblica. Inoltre il *costo del funding* della Repubblica Italiana rappresenta l'effettivo costo opportunità dell'operazione di ristrutturazione oggetto di analisi in quanto misura il costo del finanziamento che la Regione accenderebbe con il MEF. In tale caso, l'attualizzazione dei flussi sarà effettuata facendo riferimento alla **Curva dei Fattori di Sconto di Sconto BTPs**.

1.3.2 – La stima dei flussi aleatori

La stima dei flussi aleatori, quali ad esempio gli interessi a tasso variabile, viene effettuata calcolando i flussi attesi facendo riferimento alla curva dei *tassi forward* implicita nelle quotazioni di mercato di (i) depositi, (ii) *forward rate agreement* ed (iii) *Interest Rate Swap* afferenti l'Euribor a 6 mesi disponibili su Bloomberg (*Curva EUR.6M* alla pagina *SWDF EURO* di Bloomberg), utilizzando l'apposita funzione sviluppata da Bloomberg denominata "*BCurveFwd()*". Qualora siano presenti anche strumenti derivati con componenti opzionali (es: *Cap e/o Floor*, etc.), la stima dei flussi attesi viene effettuata attraverso l'applicazione di opportuni modelli di valutazione (formula di "*Black and Scholes*") disponibili nel pricer sviluppato da Bloomberg alla pagina *SWPM*.

1.3.3 – Il Valore Finanziario Ante e Post Rinegoziazione

Tenuto conto di quanto sopra riportato ed in relazione alle passività totali a carico delle regioni, la *verifica della convenienza finanziaria* sarà effettuata confrontando (i) il Valore Finanziario ante-rinegoziazione con il Valore Finanziario post-rinegoziazione, come di seguito descritti. **Da tale confronto, per poter procedere**

SCHEMA TECNICA SULL'ATTUAZIONE DELL'ART. 41 DELLA LEGGE 448/2001 e dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014

con la ristrutturazione del debito, dovrà risultare una riduzione, vale a dire il Valore Finanziario post-rinegoziazione dovrà risultare inferiore al Valore Finanziario ante-rinegoziazione.

Nel Valore Finanziario Ante-Rinegoziazione appare opportuno considerare:

1. Il Valore Finanziario degli interessi periodici e del capitale a scadenza delle obbligazioni oggetto di riacquisto;
2. Nel caso in cui le obbligazioni siano oggetto di un contratto derivato, il Valore Finanziario dei flussi legati ai Contratti Derivati, vale a dire il valore attuale positivo o negativo dei flussi di cassa attesi che dovrà considerare:
 - 2.1 L'eventuale Perdita Attesa su Protezione Venduta;
 - 2.2 L'eventuale Perdita Attesa per Insolvenza della Controparte Swap.
3. Nel caso in cui le obbligazioni non siano oggetto di un contratto derivato, il Valore Finanziario del Piano Accantonamenti, vale a dire il valore attuale dei flussi di cassa attesi, che dovrà considerare anche l'eventuale Perdita Attesa per Insolvenza della Banca Depositaria. In particolare si precisa che i flussi di cassa attesi sono rappresentati (i) dalla spesa per gli accantonamenti periodici delle quote capitali annuali future, (ii) dagli incassi rappresentati dagli interessi maturati sul denaro depositato e (iii) dal rimborso a scadenza di tutte le somme accantonate;

1.3.4 – Il Valore Finanziario post rinegoziazione

Nel Valore Finanziario post-rinegoziazione appare opportuno considerare il Valore Finanziario degli interessi e del capitale periodici del mutuo contratto con il MEF.

L'entità del mutuo contratto con il MEF sarà determinata come di seguito indicato:

- a) Nel caso in cui le obbligazioni siano oggetto di un contratto derivato, in ragione (i) del Valore di Riacquisto dei titoli Obbligazionari, così come descritto al Paragrafo 2.3 che segue, (ii) del valore di estinzione anticipata dei contratti derivati vale a dire le somme incassate o pagate per l'estinzione dei contratti derivati stessi e (iii) dell'eventuale contributo previsto al comma 2, dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014;
- b) Nel caso in cui le obbligazioni non siano oggetto di un contratto derivato, in ragione (i) del Valore di Riacquisto dei titoli Obbligazionari, così come descritto al Paragrafo 2.3 che segue, (ii) del valore degli

SCHEDA TECNICA SULL'ATTUAZIONE DELL'ART. 41 DELLA LEGGE 448/2001 e dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014
--

accantonamenti periodici delle quote capitali annuali maggiorato dagli interessi maturati sul denaro depositato risultanti alla data del riacquisto stesso e (iii) dell'eventuale contributo previsto al comma 2, dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014.

SCHEMA TECNICA SULL'ATTUAZIONE DELL'ART. 41 DELLA LEGGE 448/2001 e dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014

2 - CONSIDERAZIONI SUL CALCOLO DEI VINCOLI IMPOSTI DALL'ART. 45 DEL D.L. N. 66 DEL 24/04/2014

2.1 – Considerazioni generali

Con particolare riferimento ai vincoli imposti dall'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014 si precisa quanto segue:

- 1 Ai sensi dei commi 11 e 12 del medesimo articolo, il mutuo concesso dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, ai fini del riacquisto da parte delle le regioni individuate con Decreto del MEF del 10/07/2014, presuppone (i) trenta rate annuali di importo costante, (ii) un tasso di interesse pari al rendimento di mercato dei Buoni Poliennali del Tesoro con la durata finanziaria piu' vicina a quella del mutuo stesso.;
- 2 Ai sensi del comma 13 del medesimo articolo, qualora i titoli obbligazionari oggetto di riacquisto rappresentino il sottostante di operazioni in strumenti derivati il cui valore di mercato è negativo per le regioni, le stesse provvedono alla contestuale chiusura anticipata degli stessi, ottenendo dal MEF, ai sensi del comma 12, il relativo finanziamento nei limiti di quanto segue: la sommatoria tra (i) il valore di estinzione anticipata dei contratti derivati vale a dire le somme incassate o pagate per l'estinzione dei contratti derivati stessi e (ii) il Valore di Riacquisto dei Titoli Obbligazionari, come descritto al paragrafo 2.3 che segue non deve superare il valore nominale⁵ dei titoli stessi;
- 3 Ai sensi del comma 13 del medesimo articolo, qualora i titoli obbligazionari oggetto di riacquisto rappresentino il sottostante di operazioni in strumenti derivati il cui valore di mercato è positivo per le regioni, le stesse provvedono alla chiusura anticipata degli stessi, vincolando tale valore positivo al riacquisto del debito sottostante il derivato stesso.

Tenuto conto di quanto sopra riportato, fermo restando gli ulteriori vincoli di cui ai commi 14 e 17 dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014, la *verifica* del rispetto del suddetto articolo sarà effettuata confrontando (a) il valore nominale del prestito obbligazionario oggetto di riacquisto (vale a dire il nozionale

⁵ In coerenza con i principi Eurostat applicati ai fini della contabilizzazione del debito pubblico, il valore del debito contabilizzato riferito alle emissioni obbligazionarie è rappresentato dal valore nominale ovvero dal valore del nozionale dei titoli al momento della loro emissione.

SCHEDA TECNICA SULL'ATTUAZIONE DELL'ART. 41 DELLA LEGGE 448/2001 e dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014

bullet del prestito obbligazionario stesso) con (b) il Valore Nozionale del Mutuo concesso dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, così come di seguito descritti. Da tale confronto, per poter procedere con la ristrutturazione del debito, dovrà risultare una riduzione.

2.2 – Il Valore Nozionale del Mutuo concesso dal MEF

Nel caso in cui il prestito obbligazionario oggetto di riacquisto rappresenti il sottostante di un contratto derivato, il Valore Nozionale del Mutuo concesso dal Ministero dell'Economia e delle Finanze sarà determinato dalla sommatoria tra (i) il valore di estinzione anticipata dei contratti derivati vale a dire le somme incassate o pagate per l'estinzione dei contratti derivati stessi, (ii) il Valore di Riacquisto dei Titoli Obbligazionari, come di seguito descritto e (iii) l'eventuale contributo previsto al comma 2, dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014.

Nel caso in cui il prestito obbligazionario oggetto di riacquisto non rappresenti il sottostante di un contratto derivato, il Valore Nozionale del Mutuo concesso dal Ministero dell'Economia e delle Finanze sarà determinato dalla sommatoria tra (i) il valore degli accantonamenti periodici delle quote capitali annuali maggiorato dagli interessi maturati sul denaro depositato risultanti alla data del riacquisto stesso, (ii) il Valore di Riacquisto dei Titoli Obbligazionari, come di seguito descritto e (iii) l'eventuale contributo previsto al comma 2, dell'art. 45 del D.L. n. 66 del 24/04/2014.

2.3 – Il Valore di Riacquisto dei Titoli Obbligazionari

Ai fini dell'individuazione del Valore di Riacquisto dei Titoli Obbligazionari si precisa che tale grandezza sarà determinata in funzione (i) dei prezzi di riacquisto comunicati dagli intermediari finanziari incaricati dalle regioni e (ii) dalle effettive disponibilità di riacquisto comunicate dagli stessi intermediari (percentuali di riacquisto).