



Il Ministero dell'Economia e delle Finanze

DIPARTIMENTO DEL TESORO -DIREZIONE II

Circolare 27 maggio 2004 (G.U. del 3 giugno 2004 N.128)

Decreto 1° dicembre 2003, n. 389 recante “Regolamento concernente l’accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni, ai sensi dell’art. 41, comma 1, della legge 28 dicembre 2001, n. 448”.
Circolare esplicativa.

Alle Regioni
Alle Province Autonome di Trento e Bolzano
Alla Provincia Autonoma di Aosta
Alle Province
Ai Comuni
Alle Comunità Montane
Alle Comunità Isolate
All’Unione dei Presidenti delle Regioni
All’UPI
All’ANCI
All’UNCEM
Alla Conferenza Unificata Stato Regioni
Alla Ragioneria Generale dello Stato –
IGEPA
Alla Corte dei conti
Alle Delegazioni Regionali della Corte dei
conti
All’Avvocatura Generale dello Stato
Ai Distretti Regionali dell’Avvocatura
Generale dello Stato
Alla Banca d’Italia
All’Associazione Bancaria Italiana

Il Decreto del Ministero dell’economia e delle finanze di concerto con il Ministero dell’interno n. 389 del 1° dicembre 2003 di attuazione dell’art. 41 della Legge n. 448/2001 ha regolato l’accesso al mercato dei capitali da parte degli enti territoriali. In considerazione anche dei numerosi quesiti avanzati relativamente all’applicazione del regolamento, si ritiene opportuno chiarire alcuni aspetti interpretativi necessari per una corretta applicazione delle norme contenute nel suddetto regolamento

Per quanto riguarda l'applicabilità, solo le operazioni derivate effettuate e gli ammortamenti costituiti dagli enti territoriali successivamente alla data del 4 febbraio 2004 di entrata in vigore del Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze di concerto con il Ministero dell'interno n. 389, sono assoggettate alla disciplina ivi prevista.

Premesso che uno degli obiettivi primari dell'art. 41 della Legge n. 448/2001 e, pertanto, del relativo regolamento di attuazione, consiste nell'assicurare un accesso al mercato dei capitali il più possibile efficace, ordinato e prudente, si forniscono le seguenti linee guida.

1) Decorrenza del silenzio-assenso (Art. 1, comma 2)

Il termine di 10 giorni entro i quali il Dipartimento del Tesoro può esprimere il proprio avviso sul momento più opportuno di accesso al mercato da parte dell'ente, si intende decorrere dalla data in cui il competente Ufficio della Direzione Seconda del medesimo Dipartimento invia all'ente richiedente conferma per fax o posta elettronica della ricezione della comunicazione.

Oltre che con gli usuali mezzi postali, le comunicazioni potranno essere inviate via fax (06 4761-3197) ovvero per e-mail (accesso.mercati@tesoro.it).

Si precisa che l'attività di coordinamento dell'accesso al mercato è volta ad evitare la sovrapposizione di più soggetti pubblici sullo stesso segmento di mercato in un ristretto arco temporale. In tale evenienza, infatti, si potrebbe determinare un affollamento di emissioni, a detrimento delle condizioni di finanziamento.

2) Ammortamento (Art. 2)

Per quanto riguarda i criteri che individuano gli intermediari con i quali è ammissibile concludere i contratti relativi alla gestione di un fondo o allo swap per l'ammortamento del debito, si rimanda alla disciplina relativa al rating dettagliatamente descritta nel paragrafo successivo in relazione alla operatività in strumenti derivati.

Per quanto concerne invece l'investimento delle somme accantonate nel fondo o nello swap di ammortamento, la gamma degli strumenti ammessi a tal fine è circoscritta ai titoli obbligazionari, emessi esclusivamente dagli emittenti indicati al comma 2 dello stesso decreto n. 389 del 1° dicembre 2003, che non dovranno essere ulteriormente strutturati mediante operazioni derivate che rendano il profilo di esposizione creditizia difforme da quello consentito. In considerazione del fatto che il rischio sul portafoglio dei titoli conferiti al fondo di ammortamento rimane comunque a totale carico dell'ente, si sottolinea che la selezione degli emittenti dei suddetti titoli deve essere conforme allo spirito di riduzione del rischio creditizio. Si raccomanda, inoltre, la massima trasparenza, nei contratti, sui criteri con i quali i titoli conferiti al fondo di ammortamento sono selezionati ed eventualmente sostituiti, attribuendo la massima attenzione al *rating*.

Si raccomanda altresì di vincolare la scadenza degli investimenti alla durata del fondo di ammortamento.

Per società a partecipazione pubblica si intendono società con una quota di partecipazione diretta rilevante/di controllo detenuta da Stati appartenenti all'Unione Europea, facendo riferimento ai principi previsti nell'articolo 2359 nel codice civile italiano. Nel caso

in cui una società pubblica venga privatizzata, si raccomanda che i titoli da questa emessi eventualmente presenti nel fondo di ammortamento vengano sostituiti dal momento in cui detta sostituzione non comporti una perdita per il fondo. Qualora emergano forti segnali di rischio derivanti dalla privatizzazione, la sostituzione andrebbe comunque valutata anche nel caso in cui comporti una perdita.

Si ritiene opportuno che gli enti considerino il costo totale dell'emissione obbligazionaria sia nella forma con rimborso unico a scadenza del capitale sia nella forma "amortising", e valutino, per quanto desumibile dalle condizioni di mercato al momento dell'emissione, la relazione tra tale differenziale di costo ed il maggiore rischio sopportato dall'ente in virtù della costituzione del fondo o dello swap per l'ammortamento. Questa valutazione deve anche tener conto del fatto che le emissioni *bullet*, ancorché associate ad uno swap di ammortamento, pesano per l'interno ammontare fino alla scadenza ai fini delle rilevazioni Eurostat del debito pubblico.

3) Operazioni in strumenti derivati (Art. 3)

Le tipologie di operazioni derivate ammesse, oltre agli swap di tasso di cambio¹ (*cross currency swap*) a copertura del rischio di cambio nel caso di indebitamento in valuta, sono quelle espressamente indicate nei punti da *a*) a *d*) da intendersi nella forma "plain vanilla". In particolare dal punto *a*) si intende esclusa qualsiasi forma di opzionalità, mentre i punti *b*), *c*) e *d*) si riferiscono esclusivamente all'acquisto da parte dell'ente degli strumenti ivi citati. E' implicito nell'acquisto del *collar* l'acquisto di un *cap* e la contestuale vendita di un *floor*, consentita unicamente al fine di finanziare la protezione dal rialzo dei tassi di interesse fornita dall'acquisto del *cap*. Il livello del tasso a carico dell'ente allo scattare delle soglie deve essere coerente sia con i tassi vigenti sul mercato sia con il costo della passività antecedente alla conclusione dell'operazione derivata. Riguardo alle "altre operazioni derivate" previste alle lettere *e*) e *f*), si precisa che le stesse devono in ogni caso essere riconducibili a combinazioni delle operazioni indicate alle lettere da *a*) a *d*). Si ritiene infatti che queste tipologie siano coerenti con il contenimento dell'esposizione dell'ente ai rischi finanziari conseguenti al rialzo dei tassi di interesse e quindi con l'obiettivo del contenimento del costo dell'indebitamento.

Per quanto riguarda la lettera *f*) inoltre, il divieto di un "profilo crescente dei valori attuali" va riferito, nell'ambito dell'operazione derivata, ai flussi di pagamento da parte dell'ente. Tale prescrizione è volta ad evitare che siano poste in essere operazioni derivate i cui flussi di pagamento da parte dell'ente vengano concentrati in prossimità della scadenza. L'eccezione dell'eventuale sconto o premio, non superiore all'1% del nozionale della sottostante passività, è stata prevista per consentire la ristrutturazione della passività in presenza di condizioni di mercato diverse rispetto al momento in cui la stessa è stata contratta. Si ribadisce che tale sconto o premio deve essere regolato contestualmente alla data di inizio (regolamento) dell'operazione derivata e si applica esclusivamente alle operazioni di ristrutturazione previste, appunto, dal punto *f*). Il comma 3 circoscrive al mercato monetario, vale a dire ai tassi di interesse a breve termine, l'ambito dei parametri a cui possono essere indicizzate tutte le operazioni derivate descritte nei commi precedenti.

Non sono ammessi gli strumenti derivati che contengono delle leve o moltiplicatori dei parametri finanziari, come, ad esempio, pagare 2 volte il tasso Euribor.

¹ Lo scambio di flussi di interessi e capitale espressi nelle due diverse valute deve essere effettuato sempre allo stesso tasso di cambio prefissato al momento della conclusione dell'operazione.

Non sono inoltre ammesse operazioni derivate riferite ad altre operazioni derivate preesistenti, in base alla considerazione che nessun derivato è configurabile come una passività.

Nel caso in cui si verifichi una variazione della passività sottostante ad un derivato, ad esempio perché è stata rinegoziata o convertita oppure perché ha raggiunto un ammontare inferiore a quanto inizialmente previsto, la posizione nello strumento derivato può essere riadattata sulla base di condizioni che non determinino una perdita per l'ente; solo nel caso in cui l'ente ritenga di dover chiudere la posizione nello strumento derivato è ammissibile la conclusione di un derivato uguale e di segno contrario con un'altra controparte.

In merito al rischio di credito, gli intermediari con i quali è ammesso concludere operazioni derivate devono essere necessariamente dotati di un merito di credito (rating) certificato dalle agenzie di rating riconosciute a livello internazionale, attualmente: Standard & Poor's, Moody's e FitchRatings.

Nel caso in cui i rating attribuiti dalle agenzie siano difformi tra loro, si deve prendere in considerazione quello più basso. Si ritiene che il "rating adeguato" della controparte non debba essere inferiore a BBB / Baa2 / BBB. Pertanto qualora l'intermediario subisca una riduzione di rating anche di un solo "notch" al di sotto di tale livello minimo, le posizioni accese dovranno essere chiuse al più presto.

Qualora il singolo contratto derivato sia totalmente coperto da garanzia della "casamadre" della controparte, ai fini dell' "adeguato rating" rileva quello della casamadre.

Il tetto del 25% ammesso per ogni singola controparte sull'importo nominale totale delle operazioni derivate in essere, qualora quest'ultimo superi i 100 milioni di euro, non deve comportare la rimodulazione delle operazioni derivate concluse ante regolamento. Inoltre sono escluse dal computo di tale limite le operazioni totalmente garantite da *collateral*. Ai fini dell'applicazione del tetto l'ente dovrà, però, tenere conto dell'esposizione già acquisita al momento della conclusione di nuove operazioni derivate. Nel caso di una prima operazione, questa può essere conclusa con una sola controparte. L'ente dovrà, con le operazioni successive, procedere ad equilibrare la sua esposizione, tendendo gradualmente all'obiettivo del 25%. Per controparti appartenenti ad uno stesso gruppo, il limite del 25% deve essere riferito all'intero gruppo.

Considerata, infine, la particolare caratteristica di rischiosità strettamente connessa con l'attività in derivati, si raccomanda che gli enti destinatari del decreto n. 389 del 2003, a fine cautelativo, facciano riferimento alle norme del Regolamento di attuazione del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, adottato dalla CONSOB con Delibera del 1° luglio 1998 e successive modificazioni, con particolare riguardo agli articoli da 25 a 31 ed al "Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari" allegato al predetto Regolamento CONSOB.

Roma, 27 maggio 2004

IL DIRIGENTE GENERALE DEL DEBITO PUBBLICO
(Maria Cannata)