

LA COLLATERALIZZAZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI OTC (“OVER THE COUNTER”) ALLA LUCE DEL D.LGS. 170/2004: CENNI STORICI E PROBLEMI IRRISOLTI.*

di ANDREA ROZZI E FERDINANDO BRUNO

* Il presente saggio è stato redatto per la rivista *Le Società*. ed ivi è pubblicato, 2007

Il recepimento della disciplina di Basilea II rappresenta un'importante occasione per svolgere una ricostruzione ed un esame dello strumento “collateral” e del relativo processo di “collateralizzazione”. Nonostante il recepimento, per il tramite del Dlgs. 170/2004, della Direttiva comunitaria del 6 giugno 2002, n. 47 (c.d. *Collateral Directive*) nel nostro ordinamento, l'argomento presenta alcuni aspetti meritevoli di attenzione. Gli Autori esaminano l'evoluzione storica del problema della collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC nella giurisdizione italiana alla luce del recente recepimento della *Collateral Directive*, per poi evidenziare i problemi ancora aperti nella disciplina domestica.

Premessa.

La recente ricezione da parte di Banca di Italia della disciplina di Basilea II¹ nelle proprie istruzioni di vigilanza ha, *inter alia*, portato

¹ Le Istruzioni di Vigilanza rilevano *ab initio* come la nuova disciplina prudenziale per le banche e i gruppi bancari sia stata oggetto di una rivisitazione organica a seguito delle modifiche intervenute nella regolamentazione internazionale per tener conto dell'evoluzione nelle metodologie di gestione dei rischi da parte degli intermediari: vengono all'uopo richiamati come indicazione della menzionata regolamentazione nazionale i seguenti documenti: il documento del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A revised Framework. Comprehensive Version*”, giugno 2006 (cd. Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale, Basilea 2), e le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE del 14 giugno 2006 (pubblicate nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea n. L177 del 30 giugno 2006), relative, rispettivamente, all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio (CRD) e all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi (CAD). Su Basilea 2 si vedano: Ranieri, *Come cambia la gestione dei crediti in banca con Basilea 2 e gli IAS*, in *Contabilità finanza e controllo*, 2006, n. 6, p. 515; De March, «Basilea 2» - *Basilea 2: analisi finanziaria, politiche di bilancio e merito creditizio*, in *Guida alla Contabilità & Bilancio*, 2006, n. 7, p. 23; Cappelletto - Toniolo, «Basilea 2» - *Equilibri dell'impresa e valutazione del rischio*, in

l'attenzione sull'istituto del *collateral* (il *Collateral*), e sul relativo processo di "collateralizzazione". Tali termini sono ben conosciuti agli operatori internazionali, rappresentando istituti nati nell'ambito anglosassone: a riguardo, si può sin d'ora fornire la definizione di *colletaralisation* come rilevata dalla migliore dottrina straniera, per cui "*is the technique for addressing credit risk by supporting a personal obligation (which may be defeated by insolvency) with a right to recourse against its identified assets (which should not)*"². Ora, nonostante i predetti istituti siano conosciuti nella loro nomenclatura agli operatori del mercato dei capitali domestico, presentano profili problematici meritevoli di approfondimento, anche alla luce dell'esperienza *ante Collateral Directive*. Per introdurre l'argomento oggetto della presente analisi, giova rilevare come le summenzionate istruzioni di vigilanza, dopo aver evidenziato che la nuova struttura della regolamentazione prudenziale si basa su "tre pilastri"³, individuino i due metodi di calcolo del requisito: il metodo standardizzato, evoluzione del sistema derivante dall'Accordo sul Capitale del 1988, e il metodo dei *rating* interni (*Internal Rating Based, IRB*), a sua volta suddiviso in un IRB di base

Guida alla Contabilità & Bilancio, 2006, n. 7, p. 13; Alfiero - Bocchino, in *Guida alla Contabilità & Bilancio*, 2006, n. 7, p. 5; Pecorella, *Basilea 2 - Il rating come effetto di una governance orientata dall'analisi del bilancio*, in *La Settimana fiscale*, 2006, n. 20, p. 42; Marchesi - De Lisa - Vallascas, *Credito e imprese: L'impatto delle garanzie sul pricing dei prestiti: un'analisi di sensitività nel quadro della direttiva che recepisce Basilea 2*, in *BANCARIA*, 2006, n. 2; AA.VV., *Banche - Risposte ABI in tema di Basilea 2*, in *RATIO* 2006, n. 3, p. 73; Dongiovanni, *Analisi di bilancio - Basilea 2 e l'analisi di bilancio*, in *Pratica Contabile*, 2006, n. 1, p. 16; Bencini, *Le informazioni qualitative nell'ottica di Basilea 2*, in *Contabilità finanza e controllo*, 2006, n. 3, p. 230; Bencini - Marinasi, *Basilea 2: il ruolo del rendiconto finanziario nelle PMI*, in *Contabilità finanza e controllo*, 2006, n. 2, p. 100; Bencini - Mancaruso, *Le analisi di bilancio alla luce di Basilea 2*, in *Contabilità finanza e controllo*, 2006, n. 1, p. 20; Russo, *Basilea 2 - IAS/IFRS e Basilea 2: un quadro convergente per i crediti delle banche*, in *Amministrazione & Finanza*, 2006, n. 6, p. 51; Pecorella, *Basilea 2 - Opportunità ed obbligo per le imprese*, in *La Settimana fiscale*, 2006, n. 6, p. 39; Ruozi, *Le nuove strategie delle Pmi anche alla luce della riforma del diritto societario, della riforma fiscale e dell'accordo di Basilea 2*, in *Rivista bancaria*, 2005, n. 2, p. 41; De Angeli, *L'impatto di Basilea 2 sui rapporti banca - impresa*, in *Rivista bancaria*, 2005, n. 2, p. 59; Gai, *Prospettive per le garanzie dei confidi verso le Pmi dopo la riforma del settore e Basilea 2*, in *Rivista bancaria*, 2005, n. 1, p. 29.

² Joanna Benjamin, *Interests in securities*, Oxford, 2000. pag. 80.

³ Il primo introduce un requisito patrimoniale per fronteggiare i rischi tipici dell'attività bancaria e finanziaria (di credito, di controparte, di mercato e operativi); a tal fine sono previste metodologie alternative di calcolo dei requisiti patrimoniali caratterizzate da diversi livelli di complessità nella misurazione dei rischi e nei requisiti organizzativi e di controllo. Il secondo richiede alle banche di dotarsi di una strategia e di un processo di controllo dell'adeguatezza patrimoniale, attuale e prospettica, rimettendo all'Autorità di vigilanza il compito di verificare l'affidabilità e la coerenza dei relativi risultati e di adottare, ove la situazione lo richieda, le opportune misure correttive. Il terzo introduce obblighi di informativa al pubblico riguardanti l'adeguatezza patrimoniale, l'esposizione ai rischi e le caratteristiche generali dei relativi sistemi di gestione e controllo.

e un IRB avanzato. Le istruzioni prevedono un'articolata e organica disciplina dettata per le tecniche di attenuazione del rischio di credito (*Credit Risk Mitigation*, CRM). È proprio con riferimento a tale concetto che le predette istruzioni di vigilanza, nel discutere delle tecniche di attuazione del rischio di credito, prevedono che “la protezione del credito di tipo reale è costituita da: a) garanzie reali finanziarie (*collateral*) - aventi ad oggetto contante, determinati strumenti finanziari, oro - prestate attraverso contratti di pegno, di trasferimento della proprietà con funzione di garanzia, di pronti contro termine, di concessione e assunzione di titoli in prestito” e “ e) altre garanzie utilizzabili solo per le banche che applicano i metodi IRB (“garanzie IRB idonee”); esse comprendono la cessione di crediti e le “altre garanzie reali” (*physical collateral*) – aventi ad oggetto beni diversi da quelli che possono formare oggetto di garanzie reali finanziarie e di ipoteche immobiliari - prestate attraverso, ad esempio, contratti di pegno o di leasing.”. La predetta normativa rileva, inoltre, incidentalmente che si tratta di garanzie finanziarie⁴: ci troviamo, quindi, dinanzi alla ricognizione ed

⁴ Sartori, *I contratti di garanzia finanziaria nel D.lgs 21 maggio*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2004, www.dirittobancario.it; Gagliardi, *I contratti di garanzia finanziaria*, in *Diritto & Formazione*, 2005, n. 8; Bozzoli – Bozzoli, *Nuova disciplina dei contratti di garanzia finanziaria nello Ias 39*, in *Guida alla Contabilità & Bilancio*, 2005, n. 21, p. 41; Gabrielli, *Contratti di garanzia finanziaria, stabilità del mercato e procedure concorsuali*, in *Rivista di diritto privato*, 2005, n. 3, p. 507; Sardo, *La disciplina del contratto di garanzia finanziaria: appunti sul d.lgs. 21 maggio*, in *i Contratti*, 2004, n. 170; Carriere, *La nuova normativa sui contratti di garanzia finanziaria. Analisi critica*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2005, n. 2, p. I-184; Tarzia, *Le garanzie atipiche (e l'attuazione della direttiva europea sui contratti di garanzia finanziaria)*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2005, n. 5, p. 485; Guerinoni, *La nuova normativa in tema di contratti di garanzia finanziaria*, in *PMI*, 2004, n. 11, p.14; La Sorda, *La nuova disciplina in materia di contratti di garanzia finanziaria*, in *Magistra, Banca e Finanza* < www.magistra.it >, Ottobre, 2004; Mazzini, *Contratti di garanzia finanziaria: regole comuni per tutelare meglio le “financial obligations” - Con direttiva e decreto di attuazione ridotte le norme interne sull'insolvenza*, in *Guida al Diritto*, 2004, n. 37, p. 47; Callegaro, *Contratti internazionali - Contratti di garanzia finanziaria: previsioni della direttiva Ce*, in *Commercio internazionale*, 2003, n. 20, p. 5; Macario, *I contratti di garanzia finanziaria nella direttiva 2002/47/CE*, in *i Contratti*, 2003, n. 1, p. 85; Taralli, *Le garanzie finanziarie: il diritto di utilizzazione dell'oggetto della garanzia*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2005, n. 6, p. I-872; Gardella, *La legge applicabile alle garanzie finanziarie tra localizzazione e autonomia privata: una prima ricognizione dopo l'attuazione della direttiva 2002/47/CE*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2005, n. 5, p. I-583; Taralli, *Le garanzie finanziarie: il diritto di utilizzazione dell'oggetto della garanzia: Rehypothecation e natura dei diritti nascenti sugli strumenti finanziari in forma scritturale*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2005, www.dirittobancario.it; Baggio – Rebecca, *L'applicazione della thin capitalization nella riforma delle garanzie finanziarie*, in *Il fisco*, 2005, n. 16, p. 2401; Girino, *Garanzie su finanziamenti - Le nuove garanzie finanziarie: semplificazione ed efficienza*, in *Amministrazione & Finanza*, 2005, n. 3, p. 39; AA.VV., *Via libera alla legge comunitaria 2002: un anno per attuare trentasette direttive - Garanzia finanziaria - Garanzie finanziarie a regime uniforme*, in *Guida al Diritto* 2003, n. 8, p. 89; Corrias, *In tema di rilascio di*

all'utilizzo in ambito bancario del *Collateral*. Tale situazione rappresenta la conseguenza dell'acclarata rilevanza di tale istituto, in merito a cui è stato correttamente evidenziato che: *“Collateral is becoming increasingly important in the international financial markets. As indicated above, the use of collateral reduce credit risk. Collateral therefore enables financial institutions to undertake more business, and in particular more business with counterparties whose credit risk is poor, than would be possible on an uncollateralised basis within the terms of the institution’s credit policy. Collateral has also an important function in reducing the burden of regulatory capital. In order to address liquidity and credit risks, regulated entities such as banks and brokers are required by their regulators to maintain minimum levels of capital. These regulatory capital requirements are calculated by risk assumed by the entity from time to time. One element of the calculation capital is known as counterparty risk requirement (CRR). CRR is calculated with reference to a regulated firm’s credit exposures to counterparties. CRR is calculated by reference to a regulated firm’s credit exposure to counterparties. CRR is very significantly reduced if credit exposures are collateralised. Collateralisation therefore means that a regulated firms is able to undertake more business with is available capital, and therefore generate more profits.”*⁵. Tanto atteso, si procederà ora ad un'analisi del processo di collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC nella giurisdizione italiana.

Il Collateral e gli strumenti finanziari derivati OTC

Il mercato finanziario dei nostri giorni sta sempre più condensandosi di elementi di complessità strutturale, e di prodotti risultanti da azioni ingegneristiche sempre più innovative dirette a soddisfare le sofisticate esigenze degli operatori finanziari istituzionali. Tali risultati sono per lo più ottenuti mediante l'utilizzo di strumenti finanziari derivati⁶, che comprendono

garanzie finanziarie in favore dello Stato o di altri enti pubblici da parte degli intermediari finanziari, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2001, n. 3, p. I-343.

⁵ Joanna Benjamin, *Interests in securities*, pag. 80, Oxford, 2000.

⁶ Si riporta a riguardo l'indicazione della Consob sulla fattispecie: “Il termine “derivati” indica la caratteristica fondamentale di questi prodotti: il loro valore deriva dall'andamento del valore di una attività ovvero dal verificarsi nel futuro di un evento osservabile oggettivamente. L'attività, ovvero l'evento, che possono essere di qualsiasi natura o genere, costituiscono il “sottostante” del prodotto derivato. La relazione – determinabile attraverso funzioni matematiche – che lega il valore del derivato al sottostante costituisce il risultato finanziario del derivato, anche detto “pay-off”. I prodotti derivati sono utilizzati, principalmente, per tre finalità: – ridurre il rischio finanziario di un portafoglio preesistente (finalità di copertura o, anche, hedging); – assumere

options e *swaps*⁷ in diverse forme e con diversi sottostanti. Le operazioni in derivati generano strutture complicate la cui vita media si allunga di giorno

esposizioni al rischio al fine di conseguire un profitto (finalità speculativa); – conseguire un profitto privo di rischio attraverso transazioni combinate sul derivato e sul sottostante tali da cogliere eventuali differenze di valorizzazione (finalità di arbitraggio). Il problema più complesso dei derivati è, da sempre, quello della determinazione del loro valore o, meglio della sua stima. E' un aspetto particolarmente importante e, nello stesso tempo, critico, in quanto richiede complesse attività di analisi. Abbiamo già detto che esso varia in relazione all'andamento del sottostante, secondo una relazione, propria di ciascun derivato, rappresentata da una funzione matematica. In questo senso si afferma che il valore dei prodotti derivati è connesso sia al sottostante che al pay-off. La stima del valore dei prodotti derivati, ad un certo momento, richiede la capacità di simulare i possibili scenari futuri del sottostante al fine di determinare, per ciascuno scenario, il conseguente valore del pay-off. Pertanto, il valore del derivato è la media dei valori assunti dal pay-off ponderati per le probabilità di accadimento di ciascuno scenario (avranno maggiore peso gli scenari più probabili), scontata del valore finanziario del tempo (e cioè riportata al momento della valutazione). Diversi dai prodotti derivati sono i prodotti strutturati, che sono costituiti dalla combinazione, in un unico prodotto, di uno o più prodotti finanziari con uno o più prodotti derivati, in maniera tale da modificare strutturalmente l'originario profilo di rischio/rendimento dei singoli prodotti. Tipico esempio sono le obbligazioni strutturate, per le quali è presente nel sito della Consob un'apposita iniziativa di investor education." Consob, *I principali prodotti derivati – elementi informativi di base*, http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/prodotti_derivati/index.html

⁷ In generale, sui contratti di *swap*: Rimini, *Contratti di swap e operatori qualificati*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2004, n. 5, p. II-532; De Iulius, *Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2004, n. 3, p.I-391; Ragno, *Commodity swaps conclusi tra non intermediari e disciplina dei servizi di investimento*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2004, n. 1, p.I-158; Tidona, *Interest rate swap (IRS). Swap sui tassi d'interesse*, in *Magistra - Banca & Finanza*, 2004, *Finanza* < www.magistra.it >; Sciortino, *Asia centrale - Russia - Italia: debt - equity swap*, in *Commercio internazionale*, 2003, n. 13, p. 8; Infantino, *Verso una finanza innovativa. Gli « swaps » sui tassi di interesse: aspetti finanziari e contabili*, in *Nuova Rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza*, 2003, n. 1, p. 70; Finardi, Ruggeri, *Interest rate swap e fallimento*, in *I Contratti* 2003, n. 1, p. 97; E. Girino, *Contratti di swap: forma, autonomia, nullità e responsabilità*, in *I Contratti*, 2002, n. 1, p. 33; Girino, *Swap: variazioni sul tema*, in *Amministrazione & Finanza*, 2001, n. 5, p. 47; Mariconda, *Intermediario finanziario non autorizzato e nullità del contratto di swap*, in *Il Corriere Giuridico*, 2001, n. 8, p. 1066; Filograna, *«Swaps» abusivi: profili di invalidità e responsabilità precontrattuale*, in *Il Foro italiano*, 2001, n. 7, p. I-2186; Girino, *Il confine fra swap e scambi di valute*, in *Amministrazione & Finanza*, 2000, n. 23, p. 60; Girino, *Il negozio indiretto applicato al contratto di swap*, in *I Contratti*, 2000, n. 8, p.786; Ferrario, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, in *I Contratti*, 2000, n. 3, p. 258; Campra, *Derivati: domestic currency swap*, in *Contabilità finanza e controllo*, 1999, n. 12, p.1256; Girino, *Swap su valute: l'euro e i suoi «dilemmi»*, in *Amministrazione & Finanza*, 1999, n. 5, p. 48; Perrini, Sasson, *I contratti di swap: ancora sui poteri di rappresentanza degli «operatori»*, in *Rivista dell'Arbitrato*, 1999, n. 2, p. 335; Rotondaro, Fossati, *L'"interest rate swap": aspetti contabili e valutazioni di bilancio*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1999, n. 6, p. 887; Girino, *Imperatività della disciplina degli "swaps"*, in *I Contratti* 1999, n. 1, p. 48; Dezzani, *Progetto Mirone. Swap, option e future: loro iscrizione in bilancio*, in *Il fisco*, 1999, n. 45, p. 13914; Luschi, Salvatori, *L'ultima generazione di strumenti finanziari derivati: i crediti derivatives. Prime note di riflessione in merito ai profili civilistici e fiscali del credit default swap e del total rate of return swap*, in *Il fisco* 1999, n. 40, p. 126; Vecchio, *Ancora sulle operazioni di swap*, in *Bollettino Tributario d'informazioni*,

in giorno in un mondo dove, invece, l'incertezza diventa un fattore rilevante. Le crisi cicliche dei diversi mercati hanno dimostrato spesso l'inefficacia della maggior parte delle previsioni che le istituzioni finanziarie hanno fatto, e sulle quali hanno basato le loro decisioni di investimento e gli interventi sul mercato. Allo stesso tempo i rischi derivanti non solo dalle operazioni in sé, ma soprattutto dalla globalizzazione del mercato che genera un intreccio complicato ed elevato di relazioni tra gli intermediari finanziari, aumentano a ritmi sostenuti. Si veda ad esempio la recente crisi del mercato dei "subprime mortgages" che ha provocato notevoli difficoltà ad alcuni "Hedge Funds" ed ha fatto emergere un rischio di "crash" sistemico. Su tutti, l'aspetto del credito assume quindi rilevanza principale: la necessità di garantire il compromesso tra l'esigenza di operare sui mercati con volumi crescenti al fine di contrastare la discesa generale dei margini di intermediazione e l'esigenza di salvaguardare la qualità e la solidità patrimoniale della propria istituzione. Lo strumento grazie al quale le istituzioni finanziarie possono gestire questo compromesso, e quindi ottimizzare l'utilizzo della risorsa del credito, è, per l'appunto, il *Collateral*.

I contratti di collateralizzazione

Il *Collateral*, nella forma di strumenti finanziari o di denaro contante, ha lo scopo di fornire alle banche, ai fondi, alle assicurazioni, quella garanzia nei confronti delle proprie controparti di mercato del buon fine delle

1999, n. 8, p. 676; Dezzani, Pisoni, Puddu, *I prodotti finanziari "sintetici" : certificati di deposito e swaption*, in *Impresa commerciale industriale*, 1998, n. 5, p. 978; Nasseti Caputo, *Della causa del contratto di swap domestico*, in *Studium iuris*, 1998, n. 3, p. 245; Saponaro, *Interest rate swap*, in *Contabilità finanza e controllo* 1997, n. 5, p.515; Girino, *Il "credit default swap"*, in *Amministrazione & Finanza*, 1997, n. 5, p. 48; Pisoni, *Nuovi strumenti finanziari: swaption e scritture contabili*, in *Impresa commerciale industriale*, 1997, n. 2, p. 233; Pisoni, *Nuovi strumenti finanziari: Interest rate swap con opzione di risoluzione anticipata (embedded option). Scritture contabili*, in *Impresa commerciale industriale*, 1997, n. 1, p. 9; Mezzani, Pisoni, Puddu, *I contratti derivati su tassi di interesse: le principali varianti dell'I.R.S. ("interest rate swap")*, in *Impresa commerciale industriale*, 1997, n. 9, p.1576; Dezzani, Pisoni, Puddu, *I contratti derivati su tassi di interesse: "Interest rate swap" o I.R.S. schema base*, in *Impresa commerciale industriale*, 1997, n. 7, p. 1308; Dezzani, Pisoni, Puddu, *I contratti derivati su valute: "currency swap", "domestic currency swap" e relative varianti*, in *Impresa commerciale industriale*, 1997, n. 4, p. 674; Capaldo, *Contratti di swap*, in *Rivista di diritto privato*, 1997, n. 3, p. 559; Levis, Margini, *Domestic currency swap*, in *Contabilità finanza e controllo*, 1996, n. 8, p.835; Moscardi, M. Rutigliano, *Criteri e metodi di valutazione degli "asset swap" nei bilanci delle banche e delle società finanziarie*, in *Impresa commerciale industriale*, 1996, n. 4, p. 643; Russo, *Gli swap complessi: il "cross currency"*, in *Amministrazione & Finanza*, 1995, n. 22, p. 1217; Caputo Nasseti, *Considerazioni in tema di swaps*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1993, n. 2, p. 321.

operazioni in essere e di quelle future, slegando di fatto il profilo di rischio dei propri investimenti da considerazioni legate al rischio di controparte. Le operazioni in derivati⁸ a lungo termine, infatti, generano dei flussi di cassi futuri il cui valore attualizzato, denominato *Mark-to-Market*, viene costantemente "coperto" attraverso la concessione in garanzia da parte del debitore, e a favore del creditore, di strumenti finanziari o contante, che il creditore può ritenere, o rivendere sul mercato, nel caso in cui il debitore divenga inadempiente ai propri obblighi. Riassumendo, dunque, i benefici del collaterale sono: (a) la riduzione del rischio controparte, (b) la migliore liquidità del mercato e (c) l'ottimizzazione della gestione del credito come risorsa scarsa. Tutto ciò genera effetti rilevanti in termini di opportunità di *business*: la riduzione dei rischi associati alle operazioni finanziarie, l'incremento dei volumi e l'esecuzione di transazioni innovative in misura sensibilmente superiore rispetto alla gestione tradizionale del credito produce valore. Se a ciò si aggiunge che la corretta gestione dei volumi di *Collateral* scambiati fra le controparti permette anche un'opportunità di creazione di *revenues* nella forma di *spread* aggiuntivo, si percepisce immediatamente il vantaggio intrinseco di questo strumento. Alla luce di quanto sopra, obiettivo del presente articolo è quindi di fornire una panoramica di base, pur completa, della contrattualistica utilizzata in Italia per collateralizzare l'esposizione in strumenti finanziari derivati, sottolineando i problemi giuridici che tali contratti hanno posto in passato, prima dell'entrata in vigore della Direttiva Europea sul *Collateral*, ed i problemi nuovi posti dal decreto di recepimento di tale Direttiva nel nostro paese. Come detto nelle premesse la finalità degli accordi di collateralizzazione è quella di coprire l'esposizione in derivati⁹ con una determinata controparte di mercato mediante il

⁸ Sui derivati: Caputo Nassetti, *I derivati del credito, aspetti civilistici, contabili e fiscali*, 2001, Giuffrè; ID, *Derivati del credito e fondi comuni: gli ultimi aggiornamenti*, in *Bancaria* n°1, 2000; ID, *I derivati di credito e i gestori del risparmio: fondi comuni, fondi pensione, assicurazioni*, in *Bancaria* n°11, 1999; Drago, *Gli strumenti di copertura del rischio di credito: economia, tecnica e profili di regolamentazione prudenziale*, in *Banca, impresa e società* n°1, 2000; ID, *I credit derivatives: Il mercato e gli strumenti*, in Sironi, *I derivati per la gestione del rischio di credito*, Giuffrè; 1999; ID, *I credit derivatives: funzionamento e opportunità dal loro utilizzo*, in Forestieri, *Corporate & Investment banking*, 2000, Egea; ID, *Il pricing dei credit derivatives*, in Sironi, *I derivati per la gestione del rischio di credito*, 1999, Giuffrè.

⁹ Per la dottrina estera sui derivati si vedano: Livingston, *Bonds and bond derivatives*, Malden, MA. Blackwell Publishers, 1999; Swan, *Building the global market: a 4000 year history of derivatives*, Kluwer Law International, 2000; Tavakoli, *Credit derivatives & synthetic structures: guide to instruments and applications*, 2nd ed., Wiley, 2001; Arditti, *Derivatives: a comprehensive resource for options, futures, interest rate swaps, and mortgage securities*, Harvard Business School Press, 1996; Johnson, *Derivatives: a managers guide to the world's most powerful financial instruments*, McGraw Hill, 1999; Collins, *Derivatives and equity portfolio management*. New Hope, Fabozzi, 1999; Folcker, *Derivatives diary: the strategies of an*

versamento di denaro o titoli (il *Collateral*) a copertura dell'esposizione stessa. Tali accordi presuppongono ovviamente il monitoraggio di tale esposizione (*Mark to market*) la cui frequenza è come vedremo fissata contrattualmente. La documentazione contrattuale utilizzata in tutti i mercati internazionali per regolamentare l'attività di collateralizzazione è costituita da due diversi documenti predisposti e pubblicati dall'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) (l'ISDA). Dal punto di vista strutturale entrambi i documenti si compongono di una parte quadro, non modificabile dalle parti, e di un ultimo paragrafo soggetto a negoziazione. Il funzionamento dei due contratti dal punto di vista pratico è assolutamente identico. Ciò che li differenzia è il diverso approccio legale con cui si affronta il problema dell'acquisizione del *Collateral*: va all'uopo rilevato come esistano due diverse versioni di *Credit Support Annex*: (i) il *Credit Support Annex nella versione English Law* (il Contratto UK); (ii) il *Credit Support Annex nella versione New York Law* (il Contratto US). Il Contratto UK prevede che il *Collateral* passi in proprietà del soggetto esposto (c.d. *title transfer approach*), il quale avrà soltanto l'obbligazione, al momento della restituzione, di ritrasferire l'*equivalent collateral* ossia, nel caso di strumenti finanziari rappresentati da titoli, di ritrasferire titoli della stessa specie e quantità di quelli originariamente depositati. Il Contratto US prevede che il *Collateral* venga depositato su un conto vincolato a favore del soggetto esposto (c.d. *pledge approach*); in altri termini quest'ultimo acquisisce il solo possesso ma non la proprietà del *Collateral* sul quale è costituito un *security interest*¹⁰, ossia un diritto di soddisfarsi sul *Collateral* in caso di insolvenza, con precedenza rispetto agli altri creditori. Il Contratto US, però, dispone

independent fund manager, Chichester, John Wiley & Sons, 2001; Fouque – Papanicolaou - Sircar, *Derivatives in financial markets with stochastic volatility*, Cambridge University Press, 2000; Wilmott, *Derivatives: the theory and practice of financial engineering*, Chichester, West Sussex, 1998; Steinherr, *Derivatives: the wild beast of finance: a path to effective globalisation?*, Chichester, John Wiley, 2000; Houthakker, Hendrik, Williamson, *The economics of financial markets*, Oxford University Press, 1996; Overhaus, *Equity derivatives: theory and applications*, Wiley, 2002; Banks, *Exchange-traded derivatives*. Hoboken, Wiley, 2003; Kolb, *Financial derivatives*, John Wiley, 2003; Hunt, *Financial derivatives in theory and practice*, J. Wiley & Sons, 2000; Baz, Chacko, *Financial derivatives: pricing, applications, and mathematics*, Cambridge University Press, 2003; Cuthbertson, Nitzsche, *Financial engineering: derivatives and risk management*, John Wiley, 2001; Sundaresan, *Fixed income markets and their derivatives*, South-Western College Pub, 2002; Clark, Lesourd, Thiéblemont, *International commodity trading: physical and derivative markets*, Wiley; 2001; Hance, *Introduction to derivatives*, Dryden/HBJ College, 1998; Edwardes, *Key financial instruments: understanding and innovating in the world of derivatives*, Financial Times/Prentice Hall, 2000; Taylor, *Mastering derivatives markets: a step-by-step guide to the products, applications and risks*, Financial Times Prentice Hall, 2000.

¹⁰ "Security interest is a limited property in assets that is delivered for the purpose of collateralisation", Joanna Benjamin, *Interests in securities*, pag. xxv Oxford, 2000.

espressamente che il *Collateral* possa essere comunque utilizzato. Tale utilizzo è consentito soltanto in applicazione di particolari esenzioni valide negli Stati Uniti; a tal fine il *Collateral* dovrà pertanto rimanere depositato presso un Custodian americano per tutta la durata del rapporto.

Il Contratto UK: caratteristiche

Oggetto di esame in questo articolo, con riferimento ai problemi giuridici derivanti dalla sua applicazione nella giurisdizione italiana, prima e dopo la pubblicazione del decreto di recepimento della “*Collateral Directive*”, sarà il *Credit Support Annex* di legge inglese, di gran lunga il più applicato in ambiente europeo. Non è questa la sede, e non è intenzione degli Autori, per esaminare nello specifico la documentazione *de quo*; tuttavia, pur senza entrare troppo nel dettaglio, appare opportuno, prima di esaminare le problematiche legali che sorgono nell’applicazione in Italia del Contratto UK, esaminare brevemente gli elementi più importanti di tale contratto, una cui pur breve analisi agevolerà la comprensione del meccanismo del predetto Contratto UK. Elementi caratterizzanti del Contratto UK sono i seguenti: (1) l’*Exposure*, che indica l’esposizione che una parte ha nei confronti di un’altra in una determinata *Valuation Date* (vedi punto 11 *infra*). La metodologia di calcolo di tale esposizione è definita nella parte quadro del *Credit Support annex*; (2) la *Base Currency*, ossia la valuta di riferimento in cui sono espressi tutti i parametri economici del contratto; (3) la *Eligible Currency*, ossia una o più valute alternative alla *Base Currency* che possono essere oggetto di trasferimento di garanzia; (4) gli *Eligible Credit Support*: in aggiunta alla *Eligible Currency*, sono i titoli, generalmente di stato e con rating tripla A o comunque non inferiore alla doppia A, che le parti concordano quali oggetto possibile di garanzia; (5) la *Valuation Percentage*, che è la percentuale di valutazione, anche nota come *Haircut* che si applica agli *Eligible Credit Support* volta ad incrementare il valore complessivo della marginazione al fine di proteggere il soggetto garantito dalla volatilità di mercato degli strumenti consegnati a garanzia. Tale percentuale varia in misura direttamente proporzionale alla vita residua dei titoli da consegnare, mentre è sempre 100%, cioè neutra, nel caso vengano consegnati valori in contanti (qualsiasi valuta concordata); (6) l’*Independent Amount*, che è un ammontare - espresso nella *Base Currency* - che una parte si impegna a trasferire all’altra contestualmente alla stipula del CSA indipendentemente dalla dinamica del *Mark-to-Market*. Tale ammontare può essere previsto per una o entrambe le parti e ha normalmente lo scopo di rinforzare la protezione quando una parte non possiede uno standing creditizio particolarmente

elevato ossia quando ha un *rating* basso¹¹ o non possiede *rating*¹²; (7) il *Threshold*¹³: è un valore dell'*Exposure* espresso nella *Base Currency*, al di sopra del quale si genera la necessità di chiamare i margini: rappresenta, di fatto, l'ammontare massimo di esposizione che una parte decide di poter sostenere nei confronti dell'altra senza la protezione offerta dal versamento di *Collateral*. Nel gergo tecnico, tale ammontare viene anche chiamato *Unsecured Exposure*. Data la sua natura, il *Threshold* concordato fra le parti è spesso legato alla solidità creditizia delle parti. È possibile comunque che venga concordato un *Threshold* pari a zero: in tale caso non si avrà un'esposizione non protetta da *collateral* ma il rischio massimo di credito sarà rappresentato dal *Minimum Transfer Amount* (vedi *infra*); (8) il *Minimum Transfer Amount* (di seguito MTA), che è un valore dell'*Exposure* espresso nella *Base Currency* che rappresenta l'ammontare di garanzia minima trasferibile: in altre parole la chiamata del *collateral* avviene solo quando l'importo della garanzia da trasferire alla parte esposta sia superiore a quello indicato come *Minimum Transfer Amount*. Parimenti al *Threshold*, l'MTA può differire tra le parti in dipendenza del loro *rating*. Al contrario invece di quanto detto sopra per il *Threshold*, un MTA è sempre presente in quanto è interesse di entrambe le parti ridurre la frequenza delle chiamate di *collateral* che, in caso di MTA pari a zero, si avrebbero ad ogni minima esposizione di una parte rispetto all'altra; (9) il *Rounding*, che è l'arrotondamento che si applica al MTA; (10) il *Valuation Agent*, che è la parte che si impegna a calcolare l'*Exposure* ed il valore del *Collateral* versato. Vi è comunque la possibilità di non indicare come *Valuation Agent* una delle due parti, ma di lasciare alla parte che effettuerà la chiamata del *Collateral* l'onere di indicare alla controparte l'importo dell'esposizione e quindi del *Collateral* da versare; (11) la *Valuation Date*, che rappresenta la frequenza con cui l'*Exposure* viene calcolata dal *Valuation Agent*. La frequenza può essere sia giornaliera che settimanale o mensile. È chiaro che una *Valuation Date* giornaliera consente di avere un monitoraggio continuo dell'*Exposure* e quindi consente di avere una copertura sempre perfetta; (12) la *Notification Time*, che è il momento in cui il dato dell'esposizione e del valore del *Collateral* versato viene comunicato dal *Valuation Agent* all'altra parte o, se non esiste il *Valuation Agent* ma entrambe le parti lo sono (vedi punto 9 *supra*), il momento in cui tali dati verranno comunicati dalla parte

¹¹ Generalmente al di sotto dell'*Investment Grade*.

¹² Sono contemplati i casi di *rating* indiretto: si assume cioè il *rating* della controllante qualora la controllata non possieda *rating*. Ciò è ulteriormente utilizzato quando, in Italia, il livello di controllo sia pari al 100%, data la garanzia definita dall'art. 2362 del Cod. Civ. nei casi di unico azionista.

¹³ Letteralmente traducibile come "Limite".

esposta alla parte che dovrà versare il *Collateral*; (13) l'*Interest Rate*, che è il tasso, concordato tra le parti, con cui viene remunerato il deposito in contanti quando il versamento di *Collateral* assume tale forma. Tale tasso è normalmente un saggio di mercato *overnight* privo di *spread*¹⁴; (14) la *Dispute Resolution*, che è la clausola contenuta nella parte quadro del CSA che definisce la metodologia per redimere eventuali disaccordi sulla valutazione effettuata dal *Calculation Agent* (o dalla parte che effettuerà la chiamata dei margini nel caso in cui non vi sia la nomina di un *Calculation Agent*) dell'*Exposure* e del valore del *Collateral* versato.

Dal punto di vista legale l'utilizzo del Contratto UK con controparti italiane conduce all'esame di due diverse problematiche: (i) l'applicabilità del *close-out netting*¹⁵ nella giurisdizione italiana; (ii) la corretta acquisizione del *Collateral* alla luce della normativa civilistica e fallimentare italiana prima dell'entrata in vigore del decreto di recepimento della *Collateral Directive*; (iii) la corretta acquisizione del *Collateral* alla luce della *Collateral Directive*.

L'applicabilità del "close-out netting" nell'ordinamento italiano

Come sopra evidenziato, nell'ambito della struttura del *Credit Support Annex* l'esposizione, che genera la necessità del versamento del *Collateral*

¹⁴ Nel caso delle due valute più frequentemente utilizzate nei contratti di *Collateral*, il dollaro USA e l'EURO, i tassi *flat* applicati sono il "Fed Funds Effective rate" e l'"Eonia". Nel caso in cui la frequenza delle chiamate dei margini fosse più che giornaliera, è uso frequente del mercato utilizzare un tasso d'interesse di periodo pari a tale frequenza. Volendo fare un esempio, per frequenze di marginatura settimanali si applicherà il tasso *Euribor 1 week* nel caso di consegna di EURO.

¹⁵ «La compensazione per *close-out* è il dispositivo comunemente utilizzato nei mercati finanziari che permette di regolare, sotto forma di un credito o di un debito unico, tutti i crediti detenuti nei confronti di una controparte o i debiti contratti nei confronti di tale controparte non ancora scaduti», Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo, Relazione di valutazione sulla direttiva relativa ai contratti di garanzia finanziaria (2002/47/CE): http://ec.europa.eu/internal_market/financial_markets/docs/collateral/fcd_report_it.pdf. Su tale clausola: Fogolin, de Stefani, Lentola, «*Findest Technologies*»: da *tesoreria domestica* a «*netting*» internazionale, in *Amministrazione & Finanza*, 2005, n. 3, p./Inserito; Lembo, *Gli accordi di close - out netting*, in *Il Diritto Fallimentare e delle Società commerciali*, 2001, n. 6, p. I-1322; De Siasi, *Il netting nei contratti derivati*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1999, p.I-232; Bracchitta, *La normativa sulle schede carburante e il "contratto di netting"*, in *Azienda & Fisco*, 1999, n. 4, p.205; Primavera, *Netting nella gestione della tesoreria di gruppo*, in *Contabilità finanza e controllo*, 1998, n. 4, p. 424, Perrone, *Gli accordi di close - out netting*, *Banca borsa e titoli di credito*, 1998, p.I-51; Vinzia, *Come si realizza un sistema di netting*, in *Amministrazione & Finanza*, 1996, n. 15, p. 926; Vinzia, *Il netting per regolare i flussi finanziari nei gruppi* *Amministrazione & Finanza*, 1996, n. 14, p. 877.

alla parte esposta, viene determinata compensando, nell'ambito di una pluralità di transazioni, le obbligazioni reciproche a carico delle parti, ottenendosi in tal modo un unico valore che esprime la c.d. posizione netta di una parte nei confronti dell'altra. Tale compensazione, applicata alle operazioni su derivati, è però stata oggetto di grandi discussioni a livello dottrinario con riferimento alla sua tenuta in caso di fallimento di una controparte italiana. Se infatti nel mondo anglosassone ed in molti paesi europei tale tenuta è assolutamente certa, nell'ambito della nostra legislazione fallimentare sono stati sollevati molteplici dubbi. A tal proposito è bene ricordare che il ricorso nell'*ISDA Master Agreement* - di cui il *Credit Support Annex* costituisce un documento accessorio - alla scelta della legge inglese come legge applicabile alle obbligazioni nascenti dalle operazioni poste in essere in base al contratto stesso non risolve il problema. Infatti secondo le norme italiane di diritto internazionale privato (che recepiscono quanto stabilito nelle pertinenti convenzioni internazionali, in particolare nella Convenzione di Roma del 19 giugno 1980), le parti hanno libertà di scegliere la legge regolatrice il contratto, ma senza pregiudizio delle norme imperative e non derogabili dei singoli paesi di origine – quali sono senz'altro quelle fallimentari - che prevarranno quindi comunque, dalla data in cui l'insolvenza viene dichiarata dall'autorità giudiziaria, sulla legge scelta dalle parti (si tenga comunque presente che prima di tale situazione patologica, cioè fino alla suddetta dichiarazione di insolvenza, la legge liberamente scelta dalle parti trova invece piena applicazione, anche con riguardo alla compensazione). Il punto di riferimento in materia è sicuramente l'art. 203 del Testo Unico della Finanza -Decreto Legislativo 23 febbraio 1998 n. 58- (il "Testo Unico") che recita "1. Fermi restando la decorrenza degli effetti della liquidazione coatta amministrativa ai sensi dell'articolo 83 del Testo unico bancario, e quanto previsto dall'articolo 90, comma 3, del medesimo Testo unico bancario, l'articolo 76 della legge fallimentare si applica agli strumenti finanziari derivati, a quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, comma 5, alle operazioni a termine su valute nonché alle operazioni di prestito titoli, di pronti contro termine e di riporto. Ai fini del presente articolo sono ricompresi tutti i contratti conclusi, ancorchè non ancora eseguiti in tutto o in parte, entro la data di dichiarazione del fallimento o di efficacia del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa. 2. Per l'applicazione dell'articolo 76 della legge fallimentare agli strumenti finanziari e alle operazioni indicate nel comma 1, può farsi riferimento anche al costo di sostituzione dei medesimi, calcolato secondo i valori di mercato alla data di dichiarazione di fallimento o di efficacia del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa." E' di tutta evidenza

che tale articolo risolve i dubbi che da più parti erano stati sollevati relativi alla riconducibilità degli strumenti finanziari derivati all'art. 72 od invece all'art. 76 della Legge Fallimentare. In particolare richiamando espressamente l'art. 76, l'articolo in oggetto sancisce la risoluzione automatica delle operazioni su strumenti finanziari derivati qualora, nel momento in cui intervenisse la dichiarazione di fallimento o il provvedimento di liquidazione coatta amministrativa a carico di una delle parti, esse risultino perfezionate ma non ancora completamente eseguite. Ciò comporta la liquidazione, in sede fallimentare, delle posizioni aperte: si determina così quanto ciascuna delle parti deve all'altra come se la scadenza delle obbligazioni contrattuali avvenisse il giorno dell'apertura della procedura concorsuale. Una volta rese liquide, le obbligazioni reciproche a carico delle parti possono essere compensate fra di loro, ottenendosi in tal modo un unico valore che esprime la c.d. posizione netta di una parte nei confronti dell'altra. Se i problemi qualificatori degli strumenti derivati appaiono del tutto risolti, qualche dubbio è stato sollevato in dottrina relativamente al pieno funzionamento di tale articolo nei confronti delle banche e, in quanto ad esse assimilate in base all'art. 57 3° comma nel Testo Unico, delle Società di Intermediazione Mobiliare. Infatti l'art. 203 esordisce facendo salvi "la decorrenza degli effetti della liquidazione coatta amministrativa ai sensi dell'articolo 83 del Testo unico bancario, e quanto previsto dall'articolo 90, comma 3, del medesimo Testo unico bancario". Gli articoli citati hanno infatti condotto qualche autore a ritenere che i commissari liquidatori di una banca o di una SIM possano di fatto decidere di non chiudere tutte le operazioni in essere al momento dell'apertura della procedura ma scegliere quali operazioni continuare e quali chiudere (*cherry picking*), impedendo di fatto l'operare delle clausole volte ad assicurare la compensazione contenute nei contratti stipulati tra le parti. a detto però che la suddetta possibilità appare estremamente remota in quanto: (i) si ritiene che molto difficilmente i liquidatori si assumerebbero la responsabilità di una valutazione economica circa la convenienza per il soggetto insolvente di continuare o meno operazioni in derivati. Se infatti tale valutazione si rivelasse errata si avrebbe la conseguenza dell'insorgere di ulteriori perdite a carico della procedura, con pesanti responsabilità personali a carico dei liquidatori (ii) se le transazioni in derivati vengono disciplinate dall'*ISDA Master Agreement* (nelle versioni 1992 o 2002) (il "Contratto ISDA"), non sembrerebbe possibile, per la struttura di tale contratto, risolvere le operazioni sfavorevoli e mantenere quelle favorevoli. Infatti l'*ISDA* è un contratto unitario (nell'art. 1 della parte quadro del Contratto ISDA le parti concordano che: "*Single Agreement. All Transactions are entered into in*

reliance on the fact that this Master Agreement and all Confirmations form a single agreement between the parties (...omissis...), and the parties would not otherwise enter into any Transactions”), pertanto l’unica possibilità per i liquidatori sarebbe quella di risolvere o mantenere in vita l’intero Contratto ISDA e quindi risolvere o continuare tutte le operazioni da esso disciplinate. Peraltro anche la *Legal Opinion*, redatta dallo Studio Legale Allen & Overy e pubblicata dall’ISDA, sul problema dell’*enforceability* in Italia delle disposizioni contenute nel Contratto ISDA volte ad applicare il *netting*, è assolutamente positiva nel ritenere pienamente applicabili dette disposizioni in caso di fallimento di una controparte italiana. Tale circostanza è da ritenersi fondamentale, in quanto detta *Legal Opinion*, così come tutte le altre pubblicate dall’associazione sopra citata con riferimento ad altre giurisdizioni, costituisce un vero e proprio punto di riferimento del mercato in materia di derivati.

La corretta acquisizione del Collateral alla luce della normativa civilistica e fallimentare italiana ante recepimento in Italia della Collateral Directive

Abbiamo già rilevato come l’elezione della legge inglese nell’*ISDA Master Agreement* e l’utilizzo del Contratto UK, costruito secondo la legge inglese, è del tutto valida ed efficace in base al diritto italiano anche qualora entrambe le parti siano italiane. I problemi sorgono però in caso di fallimento in quanto in tale caso troverebbe applicazione comunque la legge fallimentare italiana (efficacia mandatoria). Inoltre in quanto il *Collateral* viene tenuto su depositi presso intermediari residenti in Italia, la garanzia su tale *Collateral* deve essere acquisita seconda la legge del luogo in cui è tenuto (art. 51 l. 218/95), ossia ancora la legge italiana. Alla luce di quanto sopra nel periodo precedente all’entrata in vigore del decreto di recepimento della “*Collateral Directive*”, che costituisce un vero e proprio spartiacque così come lo è stato l’art. 203 T.U.F. per l’applicabilità del *netting* in Italia, si è trattato di verificare se quanto previsto nel Contratto UK relativamente all’acquisizione del *Collateral* non fosse contrario a norme di ordine pubblico dell’ordinamento italiano ed altresì consentisse alla parte *in bonis*, in un eventuale fallimento, di rivalersi sul *Collateral* come creditore privilegiato. La finalità del trasferimento di *Collateral* è stata largamente spiegata nel dettaglio e può riassumersi in una finalità di garanzia volta a coprire i rischi di una esposizione in derivati. Pertanto, al fine di verificare eventuali profili di contrarietà della sua disciplina a norme che esprimono principi di ordine pubblico del diritto italiano, tale trasferimento doveva

essere considerato nell'ambito della problematica dei trasferimenti con scopo di garanzia. Il Contratto UK dispone soltanto che il *Collateral* viene trasferito in proprietà alla parte garantita, la quale avrà soltanto l'obbligo, al momento della restituzione, di ritrasferire “*equivalent collateral*” ossia titoli della stessa specie e della stessa quantità di quelli originariamente versati. Sotto questo profilo veniva in rilievo il fondamentale principio posto dall'art. 2744 del codice civile il quale, letto alla luce dell'elaborazione giurisprudenziale, vieta qualunque patto con il quale il debitore aliena o, comunque, trasferisce al proprio creditore un bene con lo scopo di garantire l'adempimento dell'obbligazione. Per poter escludere ogni profilo di contrarietà del trasferimento del *Collateral* in base al Contratto UK al divieto sancito nel menzionato art. 2744 del codice civile (divieto noto nella tradizione giuridica italiana come divieto del patto commissorio) potevano essere perseguite due strade: (i) si procedeva alla costituzione di un pegno (regolare) ex art. 2784 del codice civile e seguenti, avente ad oggetto i titoli o il denaro da consegnarsi come *Collateral* (ii) si procedeva alla costituzione di un pegno irregolare¹⁶ ex art. 1851 del codice civile su tali titoli o denaro. Va

¹⁶ Loiacono - Calvi - Bertani, *Il trasferimento in funzione di garanzia tra pegno irregolare, riporto e diritto di utilizzazione*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2005, n. 6, p./Supplemento; Battelli, *Pegno irregolare e divieto di patto commissorio*, in *Giurisprudenza italiana*, 2005, n. 7, p. 1419; Belluscio Vaccaio, *Disciplina fallimentare e modus operandi del pegno irregolare*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2005, n. 2, p. 174; Palammo, *Pegno irregolare e fallimento*, in *Il Diritto Fallimentare e delle Società commerciali*, 2004, n. 2, p. I-383; Lupacchino, *Il pegno irregolare al vaglio delle sezioni unite*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2003, n. 6, p. II-653; Dabormida, *Risolto dalle Sezioni Unite il conflitto in tema di pegno irregolare*, in *Il Corriere Giuridico*, 2002, n. 1, p.91; Pasquariello *Pegno irregolare e fallimento*, in *Impresa commerciale industriale*, 2002, n. 6, p.1045; Sanzo, *Pegno irregolare e procedure concorsuali: le Sezioni unite dirimono un contrasto, ma, forse, non sciolgono i dubbi*, in *Giurisprudenza italiana*, 2002, n. 3, p. 551; Ragusa Maggiore, *Pegno irregolare e ingiunzione. Il caso è chiuso*, in *Il Diritto Fallimentare e delle Società commerciali*, 2001, n. 5, p. II-1168; Panzani, *Pegno irregolare ed insinuazione al passivo*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2001, n. 11, p. 1242; Pepe, *Il pegno irregolare non ha bisogno dell'ammissione al passivo fallimentare*, in *Diritto e Giustizia*, 2001, n. 22, p. 35; Presti, *Il pegno irregolare: profili ricostruttivi e di disciplina fallimentare*, in *Vita Notarile*, 2001, n. 1, p. I-29; Dell'Olivo, *Costituzione di pegno irregolare di titoli di credito*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 1999, n. 3, p. 327; Tarzia, *Compensazione e pegno irregolare nel fallimento*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 1999, n. 2, p. 158; Mastromatteo, *Pegno irregolare di cosa futura, scrittura avente data certa e opponibilità al fallimento*, in *Giurisprudenza italiana*, 1998, p. 467; La Penna, *Pegno irregolare ed onere di insinuazione al passivo: una questione ancora aperta*, in *Il Diritto Fallimentare e delle Società commerciali*, 1998, p. II-293; Abbadessa, *Pegno irregolare a garanzia di debito scaduto*, in *Banca borsa e titoli di credito* 1998, p. II-212; Petraglia, *Ammissione al passivo del credito garantito da pegno irregolare*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 1998, n. 11, p. 1119; Cenni, *Pegno irregolare a garanzia di debito scaduto*, in *Giurisprudenza italiana*, 1997, p. I-2-396; Ragusa Maggiore, *Pegno irregolare e insinuazione al passivo fallimentare*, in *Il Diritto Fallimentare e delle Società commerciali*, 1997, p. II-217; Petraglia, *La Cassazione ed il pegno irregolare: un revirement giurisprudenziale*, *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 1997, n. 10, p. 969;

detto subito che la prima strada (pegno regolare) non sembrò consigliabile in quanto: (i) non appariva conciliabile con la struttura del Contratto UK: tale contratto infatti prevede che il *Collateral* passi in proprietà al soggetto garantito mentre il pegno (regolare) garantisce soltanto un vincolo sul *Collateral* che consenta al soggetto garantito di rivalersi in caso di inadempimento; (ii) l'escussione in caso di inadempimento è lunga e complessa: il creditore infatti può far vendere giudizialmente il bene ricevuto in pegno o farselo assegnare dal giudice ma in nessun caso può appropriarsi direttamente dello stesso (in questo caso si violerebbe proprio il divieto del patto commissorio); (iii) la sua formalizzazione è eccessivamente macchinosa e poco rispondente alla dinamicità dell'attività di collateralizzazione: infatti le formalità richieste per la sua valida costituzione ed opponibilità (atto scritto, data certa, spossessamento, rigida individuazione della cosa data in pegno, iscrizione del vincolo sul libro vincoli tenuto dagli intermediari autorizzati per conto di Banca d'Italia o per conto di Montetitoli ed accensione di conti particolari a seguito dell'entrata in vigore del decreto sulla dematerializzazione), da ripetersi ogni qualvolta si intendeva liberare alcuni titoli dati in pegno per sostituirli con altri o, più frequentemente, si intenda integrare il pegno con altro *Collateral* al fine di coprire un aumento dell'esposizione rilevato dal *Mark to Market*, ne rendono poco pratico l'utilizzo. La seconda strada (pegno irregolare) appariva sicuramente più percorribile in quanto: (i) appariva del tutto conciliabile con la struttura del Contratto UK: il pegno irregolare infatti comporta il trasferimento della proprietà dei beni che ne costituiscono l'oggetto a favore del creditore, il quale è così obbligato solo alla restituzione del *tantundem*; (ii) l'escussione in caso di inadempimento è molto più semplice: il pegno irregolare costituisce infatti una causa legittima di prelazione, che, in caso di inadempimento dell'obbligazione garantita, si attua attraverso l'immediata compensazione del credito del soggetto garantito con quanto dato in pegno

Panzani, *Pegno irregolare di saldo liquido di c/c e data certa dell'atto, Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 1997, n. 3, p. 265; Anelli, *In tema di pegno irregolare*, in *Il Corriere Giuridico*, 1995, n. 2, p. 224; Ragusa Maggiore, *Pegno irregolare e divieto di compensazione al di là del debito garantito: in margine al divieto del patto commissario*, in *Il Diritto Fallimentare e delle Società commerciali*, 1995, p. II-233; Chiné, *Pegno irregolare e art. 53 della legge fallimentare*, in *Giurisprudenza italiana*, 1994, p. I-2-1075; Moro, *Osservazioni a App. Trieste, 2 marzo 1994, in tema di pegno irregolare e conto corrente bancario*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1994, p. II-626; Ruggero, *Osservazioni a App. Milano 2 febbraio 1993, in tema di azione revocatoria fallimentare contro il pegno irregolare sul saldo del conto corrente*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1994, p. II-422; Moro, *Pegno irregolare e conto corrente bancario*, in *Giustizia civile*, 1994, p. I-2026,

dal debitore; (iii) la sua formalizzazione è più semplice e più rispondente alla dinamicità dell'attività di collateralizzazione: infatti se è vero che molte delle formalità proprie del pegno (regolare) si applicano anche al pegno irregolare (atto scritto, data certa, spossessamento, individuazione della cosa data in pegno), la mancanza dell'onere dell'iscrizione del vincolo pignoratorio sul libro vincoli tenuto dagli intermediari autorizzati per conto di Banca d'Italia e per conto di Montetitoli nonché l'accensione, alla luce della nuova normativa sulla dematerializzazione dei titoli, di particolari conti nei quali versare i titoli o il denaro da costituire in pegno, alleggeriscono di molto la gestione della garanzia. Ed effettivamente il mercato italiano dalla fine degli anni novanta ad oggi ha registrato un progressivo incremento di utilizzo, accentuato successivamente al recepimento della c.d. *Collateral Directive* nel nostro ordinamento, di seguito esaminata.

La *Collateral Directive*

La direttiva con cui il Legislatore comunitario ha affrontato in modo deciso la problematica dei *Collateral* è la Direttiva comunitaria del 6 giugno 2002, n. 47 (c.d. *Collateral Directive* o anche la Direttiva)¹⁷, relativa ai contratti di garanzia finanziaria, recepita in Italia con il D.lgs. del 21 maggio 2004 n. 170¹⁸. Come è stato rilevato in ambito comunitario: “*The aim of the Collateral Directive is to create a uniform EU legal framework to limit credit risk in financial transactions through the provision of securities and cash as collateral. Collateral is the property (such as securities) provided by a borrower to a lender to minimise the risk of financial loss to the lender in the event of the borrower failing to meet comprehensively their financial obligations to the lender. The Directive reduces the formal collateral requirements and harmonise and clarify the collateral process at minimum level. Creation of a clear, uniform pan-EU legal framework for the use of collateral contributes to the greater integration and cost-efficiency of European financial markets. Harmonised collateral rules will lower credit losses, encourage cross-border business and competitiveness*”.¹⁹ Analizzando brevemente la Direttiva, si rileva come il considerando 5 già individui chiaramente gli obiettivi del Legislatore Comunitario, prevedendo

¹⁷ Annunziata, *Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie. Dalla Convenzione dell'Aja alla Collateral Directive (Direttiva 2004/47/CE)*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2003, I, p. 209.

¹⁸ Pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale* n. 164 del 15 luglio 2004.

¹⁹ Disponibile all'indirizzo web: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/collateral/index_en.htm

che “per migliorare la certezza giuridica dei contratti di garanzia finanziaria, gli Stati membri devono garantire che talune disposizioni delle legislazioni nazionali sull'insolvenza non si applichino ai predetti contratti, in particolare quelle che ostacolerebbero il realizzo delle garanzie finanziarie o che porrebbero in dubbio la validità di tecniche attualmente in uso come la compensazione bilaterale per *close-out*, l'integrazione della garanzia e la sostituzione della garanzia”. Il Considerando 10 rileva poi come “la costituzione, la validità, il perfezionamento, l'efficacia o l'ammissibilità come prova di un contratto di garanzia finanziaria o la fornitura di una garanzia finanziaria ai sensi di un contratto di garanzia finanziaria non dovrebbero essere subordinati all'osservanza di formalità quali la redazione di un documento in una forma particolare o in un modo particolare, l'effettuazione di un'iscrizione presso un organismo ufficiale o pubblico o la registrazione in un pubblico registro, la pubblicazione di un'inserzione su un giornale o periodico, in un registro o una pubblicazione ufficiale o in qualunque altro modo, la notifica a un pubblico funzionario o l'esibizione di prove in una determinata forma per quanto riguarda la data di stesura di un documento o di uno strumento, l'importo delle obbligazioni finanziarie assistite o qualunque altro aspetto.”²⁰. L'articolo 2 della Direttiva definisce i concetti cardine della disciplina del *Collateral*, fornendo le seguenti definizioni: a) «contratto di garanzia finanziaria» un contratto di garanzia finanziaria con trasferimento del titolo di proprietà o un contratto di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale, che siano o no coperti da un accordo quadro o da condizioni generali; b) «contratto di garanzia finanziaria con trasferimento del titolo di proprietà»: un contratto, inclusi i contratti di pronti contro termine, con il quale il datore della garanzia finanziaria trasferisce la piena proprietà della garanzia finanziaria al beneficiario di quest'ultima allo scopo di assicurare l'esecuzione delle obbligazioni finanziarie garantite o di assisterle in altro modo; c) «contratto di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale»: un contratto in forza del quale il datore della garanzia fornisce una garanzia finanziaria a titolo di garanzia reale a favore del beneficiario della garanzia o gliela consegna conservando la piena proprietà

²⁰ Il Considerando continua poi prevedendo che “La presente direttiva dovrebbe tuttavia instaurare un equilibrio tra l'efficienza del mercato e la sicurezza delle parti e dei terzi, evitando tra l'altro il rischio di frode. L'equilibrio è raggiunto per il fatto che nel campo di applicazione della presente direttiva rientrano solo i contratti di garanzia finanziaria che richiedono una qualche forma di spossessamento, ossia la fornitura della garanzia finanziaria, e ove tale fornitura possa essere provata per iscritto o su un supporto durevole, assicurando così la tracciabilità della garanzia. Ai fini della presente direttiva le formalità ai sensi della legge di uno Stato membro come condizione per il trasferimento o la costituzione del diritto reale di garanzia su strumenti finanziari diversi dagli strumenti finanziari in forma scritturale, quali l'avallo in caso di titoli all'ordine, o la scrittura su registro del datore in caso di strumenti registrati, non sono considerate formalità”.

di quest'ultima quando il diritto di garanzia è costituito. La Direttiva contiene poi una disciplina breve ma precisa del *Collateral*, che è stata, come anticipato, recepita nel nostro ordinamento tramite il D.lgs. del 21 maggio 2004 n. 170. Ora, l'art. 1 lett. d) del D.lgs. n. 2004/170 definisce contratto di garanzia finanziaria "Il contratto di pegno o il contratto di cessione del credito o di trasferimento della proprietà di attività finanziarie con funzione di garanzia, ivi compreso il contratto di pronti contro termine, e qualsiasi altro contratto di garanzia reale avente ad oggetto attività finanziarie e volto a garantire l'adempimento di obbligazioni finanziarie (...)."²¹ L'articolo 2 definisce invece l'ambito di applicazione, prevedendo che il decreto legislativo si applica ai contratti di garanzia finanziaria a condizione che: a) il contratto di garanzia finanziaria sia provato per iscritto; b) la garanzia finanziaria sia stata prestata e tale prestazione sia provata per iscritto"²². Come è stato correttamente rilevato in dottrina, "già da tali preliminari considerazioni emerge come la definizione normativa richiamata sia foriera di conseguenze, ponendosi (almeno apparentemente) in netta rottura con taluni principi di diritto privato consolidati nel nostro ordinamento giuridico. In primo luogo, si è visto, la nozione di contratto di garanzia finanziaria è atipica, suscettibile di attrarre le diverse tipologie contrattuali che progressivamente si delineeranno nella prassi finanziaria. Tale impostazione cozza con il principio della tipicità dei contratti di garanzia reale (*numerus clausus* – pegno, ipoteca e privilegio) codificato nel nostro codice civile, e intimamente connesso con il noto dogma dell'inderogabilità, da parte dell'autonomia privata, della *par condicio creditorum*".²³ Inoltre, evidenzia il

²¹ A riguardo la dottrina ha criticato il fatto che "La trasposizione nell'ambito del d.lgs n. 170 del 2004, della definizione di *financial collateral arrangement* (tradotto in italiano, sin dalla direttiva, col neologismo "contratti di garanzia finanziaria") sembra risultare impropria o comunque riduttiva. Come visto, nell'ambito del d.lgs n. 170 del 2004, con tale termine si intende infatti far riferimento tout court a "il contratto di pegno" ("nonché a "il contratto di cessione del credito o il trasferimento della proprietà di attività finanziarie con funzione di garanzia, ivi compreso il contratto di pronti contro termine, e qualsiasi altro contratto di garanzia reale avente ad oggetto attività finanziarie e volto a garantire l'adempimento di obbligazioni finanziarie, allorché le parti contraenti rientrino in una delle seguenti categorie..."). È allora da chiedersi come non possa risultare fuorviante e distorto, rispetto all'originario ambito della direttiva, l'identificazione ontologica del neologismo specialistico "contratti di garanzia finanziaria" con il termine generico e "classico" di "contratto di pegno" (o qualsiasi altra garanzia reale)." Carrière. *La nuova normativa sui contratti di garanzia finanziaria. Analisi critica*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, pag. 191

²² La prova deve consentire l'individuazione della data di costituzione e delle attività finanziarie costituite in garanzia. A tale fine è sufficiente la registrazione degli strumenti finanziari sui conti degli intermediari ai sensi degli articoli 30 e seguenti del decreto legislativo 24 giugno 1998, n. 213, e l'annotazione del contante sul conto di pertinenza.

²³ Sartori, *I contratti di garanzia finanziaria nel D.lgs 21 maggio 2004, n. 170: Prime riflessioni*, in *Diritto Bancario*, www.dirittobancario.it, che rileva altresì come "In verità, il sistema delle

medesimo Autore, “in secondo luogo, la normativa in esame si pone apparentemente in contrasto, derogandovi espressamente, con l’art. 2744 del codice civile, ovvero con quella norma che rende nullo il patto (anche posteriore alla costituzione del pegno) con il quale si conviene che, in mancanza di pagamento del credito nel termine fissato, la proprietà della cosa data in pegno passi al creditore (c.d. patto commissorio). Si tratta, come noto, di una regola posta a tutela dei creditori e, al contempo, dello stesso debitore: i primi sono tutelati contro un soddisfacimento preferenziale (consentito ad altri creditori) al di fuori delle cause legittime di prelazione; il secondo è tutelato contro una abusiva pressione del creditore. Per vero, giova ricordare che anche in tale frangente la regola che ci occupa ha subito talune attenuazioni. La giurisprudenza pratica e teorica ritengono infatti che non rientri nel divieto del patto commissorio il c.d. patto marciano, in base al quale il creditore insoddisfatto diviene definitivo proprietario del bene, ma con l’obbligo di versare la differenza tra l’importo del credito ed il valore del bene stimato (generalmente da un terzo scelto di comune accordo) successivamente all’inadempimento²⁴. Altra dottrina ha invece correttamente rilevato come “prevedendo che la disciplina si applica a “qualsiasi altro contratto di garanzia finanziaria”, il Decreto ha aperto il nostro ordinamento ai contratti di garanzia reale “atipici”, mentre in passato questi costituivano un *numerus clausus*. Tale previsione consente, inoltre, di recepire nel nostro ordinamento le tipologie di *collateralizzazione* che si affermeranno nella futura prassi finanziaria, ponendoci, come detto, in regime di concorrenzialità nei confronti dei mercati degli ordinamenti in cui vige la *common law*. Il Decreto chiarisce, eliminando *in nuce* eventuali dubbi interpretativi, che nel concetto di forma scritta rientrano anche la forma elettronica e qualsiasi altro supporto durevole, secondo la normativa vigente in materia. Questa norma può dare ulteriore sviluppo alla diffusione delle forme scritte “alternative”, e richiama implicitamente alla normativa in materia di firma digitale. In ogni caso, contribuisce alla competitività del nostro ordinamento, e fa un ulteriore passo verso la semplificazione delle formalità nonché verso il progressivo superamento della vecchia, cara firma a

garanzie reali tipiche era da tempo in crisi, vero è che nella prassi erano state elaborate da tempo talune figure riconducibili nella ormai nota categoria delle c.d. alienazioni a scopo di garanzia: si pensi, ad esempio, al contratto di vendita sospensivamente o risolutivamente condizionato all’(in)adempimento del debitore, oppure al contratto di vendita con annesso patto di ricompra, di riscatto o di retrovendita. In questi casi, la funzione di garanzia si attuerebbe non mediante la costituzione di uno *ius praelationis* in capo al creditore tutelato, bensì mediante il trasferimento allo stesso creditore – a titolo, si dice, temporaneo o provvisorio – del diritto pieno di proprietà”.

²⁴ Sartori, cit.

mano..”²⁵. Per continuare l’esame delle previsioni rilevanti del Decreto, si evidenzia come l’articolo 3 preveda che l’attribuzione dei diritti previsti dal decreto legislativo al beneficiario della garanzia e la loro opponibilità ai terzi non richiedono requisiti ulteriori rispetto a quelli indicati nell’articolo 2, anche se previsti da vigenti disposizioni di legge. L’articolo 5, invece, disciplina il Potere di disposizione delle attività finanziarie oggetto del pegno, disponendo che: (i) il creditore pignoratizio può disporre, anche mediante alienazione, delle attività finanziarie oggetto del pegno, se previsto nel contratto di garanzia finanziaria e conformemente alle pattuizioni in esso contenute; (ii) il creditore pignoratizio che si sia avvalso della facoltà indicata nel comma 1 ha l’obbligo di ricostituire la garanzia equivalente in sostituzione della garanzia originaria entro la data di scadenza dell’obbligazione finanziaria garantita; (iii) la ricostituzione della garanzia equivalente non comporta costituzione di una nuova garanzia e si considera effettuata alla data di prestazione della garanzia originaria; (iv) qualora, prima dell’adempimento dell’obbligo indicato nel comma 2, si verifichi un evento determinante l’escussione della garanzia, tale obbligo può essere oggetto della clausola di «*close-out netting*». In mancanza di tale clausola, il creditore pignoratizio procede all’escussione della garanzia equivalente in conformità a quanto previsto nell’articolo 4²⁶.

²⁵ La Sorda, *La nuova disciplina in materia di contratti di garanzia finanziaria*, in *Magistra, Banca e Finanza* < www.magistra.it >, Ottobre, 2004, che aggiunge come “La disposizione è lodevole, soprattutto considerando che la prassi societaria, sempre più, si affida alla contrattazione elettronica a distanza, con scambio di *e-mails* contenenti le bozze dei contratti; la possibilità di considerare in forma scritta un documento elettronico scambiato tra le controparti e firmato digitalmente può ridurre i costi del deal, se solo si pensi al fatto che non sarà necessario, dopo mesi di contrattazioni “elettroniche”, riunire le parti fisicamente per la firma materiale del contratto. Aggiungerei sottovoce che si potrebbe risparmiare anche molto tempo, evitando la noiosa prassi di firmare ogni pagina del contratto (su contratti con centinaia di pagine tale fattore non è da sottovalutare).

²⁶ In dottrina si è evidenziato come: “La prassi conosce diverse forme di trasferimento della proprietà inteso a garantire un credito del cedente: accanto al pegno irregolare, che è il contratto tipico di trasferimento in garanzia, possono annoverarsi il deposito cauzionale, il contratto di pronti contro termine o il suo corrispondente anglosassone noto come *repo* (*repurchase agreement*). Il tratto distintivo di tali forme di garanzia finanziaria si coglie nel trasferimento del titolo di proprietà sugli strumenti finanziari da parte del debitore-dante causa al creditore-avente causa, con contestuale insorgenza del diritto al ritrasferimento di strumenti finanziari della stessa specie. In ordine alla esatta natura di tale diritto si riscontra tra gli interpreti una accentuata cautela, legata alle “interferenze” nella fattispecie tra profili “reali” e “personali”. A parere di chi scrive, è corretto ritenere che, dal momento in cui il debitore si spoglia del titolo di proprietà, in capo a questi possa residuare unicamente un diritto personale di credito alla restituzione della “somma o [al]la parte [...] dei titoli che eccedono l’ammontare dei crediti garantiti” (art. 1851 c.c.), secondo un meccanismo compensativo ben noto agli operatori del mercato. Allo stesso modo, come sopra anticipato, in ipotesi di costituzione di garanzia reale ed esercizio da parte del creditore pignoratizio del diritto di utilizzazione in conformità al contratto, dovrebbe

L'articolo 6 disciplina invece la cessione del credito o trasferimento della proprietà con funzione di garanzia, prevedendo che i contratti di garanzia finanziaria che prevedono il trasferimento della proprietà con funzione di garanzia, compresi i contratti di pronti contro termine, hanno effetto in conformità ai termini in essi stabiliti, indipendentemente dalla loro qualificazione. Ai contratti di garanzia finanziaria che prevedono il trasferimento della proprietà con funzione di garanzia, compresi i contratti di pronti contro termine, non si applica l'articolo 2744 del codice civile. È evidente che questa disposizione risolve il problema, che precedentemente avevamo illustrato con riferimento al funzionamento del Contratto UK, dell'acquisizione del *Collateral* nella forma del pegno irregolare ai fini di assicurare una corretta applicazione dell'istituto anglosassone del *title transfer*, ossia del trasferimento di proprietà a fini di garanzia, nella giurisdizione italiana. Con l'applicazione della *Collateral Directive* viene

correttamente ritenersi che il debitore pignoratizio conservi un diritto personale di credito nei confronti del proprio creditore alla ricostituzione della garanzia equivalente; ciò a meno di non volere diversamente argomentare sulla base di una (ardita) ricostruzione in termini di "trasformazione" della garanzia, la quale avrebbe ad oggetto non più (direttamente) gli strumenti finanziari bensì il diritto alla restituzione del *tantundem*. In merito al meccanismo di escussione della garanzia, il legislatore ha sostanzialmente equiparato la fattispecie della garanzia reale con esercizio del potere di disposizione e della garanzia con trasferimento di proprietà, giusto il rimando contenuto nell'art. 6 del d. lgs. 170/2004 all'art. 5, commi da 2 a 4. La norma ult. cit., oltre a prevedere l'operatività di una eventuale clausola di *close-out netting*, opera a sua volta un rimando all'art. 4 del decreto, che contempla come modi di realizzazione della garanzia la vendita e l'appropriazione della res. Il tenore letterale delle norme di rinvio sembrerebbe contrastare con l'orientamento ormai consolidato in giurisprudenza in merito al meccanismo di escussione della garanzia fornita nell'ambito di un contratto di pegno irregolare, che è stato inquadrato in via esclusiva nello schema della compensazione (ovvero dell'operazione contabile volta alla liquidazione dell'eccedenza). Delle due l'una: (i) o si sostiene che il legislatore sia incorso in un errore materiale nel "gioco" dei rimandi normativi; (ii) oppure si ritiene che il legislatore abbia inteso ampliare lo spettro operativo dell'attuale disciplina in materia di pegno irregolare, consentendo alle parti di un "contratto di trasferimento della proprietà di attività finanziarie con funzione di garanzia" di optare per ogni forma di escussione contemplata dal d. lgs. 170/2004. In tal caso, tanto nel caso di costituzione di garanzia reale con esercizio del potere dispositivo quanto nel caso di trasferimento della proprietà con funzione di garanzia, i contraenti potrebbero accordarsi, in via alternativa, per una delle seguenti forme di realizzazione della garanzia, "osservando le formalità previste nel contratto". (A) *Close-out netting*. In questo caso, la realizzazione del credito si ridurrebbe ad una operazione di calcolo e contestuale pagamento del saldo netto al verificarsi dell'evento determinante l'escussione della garanzia. (B) Escussione della garanzia equivalente. In questo secondo caso, il creditore pignoratizio sarebbe tenuto a ricostituire la garanzia trasferita in proprietà dal debitore e potrebbe quindi procedere alla vendita ovvero all'appropriazione (secondo le pattuizioni contenute nel contratto) del *collateral*, in entrambi i casi "fino a concorrenza del valore dell'obbligazione finanziaria garantita". Tarolli *Le garanzie finanziarie: il diritto di utilizzazione dell'oggetto della garanzia: Rehypothecation e natura dei diritti nascenti sugli strumenti finanziari in forma scritturale*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2005, www.dirittobancario.it.

meno questa necessità e con essa si realizza una notevole semplificazione nella procedura di acquisizione del *Collateral*: non c'è più bisogno infatti di preparare, per ogni singolo trasferimento di *Collateral*, una *Collateral Notice* da formalizzarsi con i contenuti di un atto di pegno, e contestualmente acquisire la data certa su tale documento in una forma corretta (atto notarile o procedura del c.d. “corso particolare”). Come abbiamo visto nell'articolo 2 del decreto di recepimento della *Collateral Directive* l'aspetto della data certa “ricompare” ai fini della dimostrazione che la garanzia finanziaria sia stata prestata e che sia stata prestata per iscritto. Lo stesso articolo 2, però, statuisce che ai fini dell'individuazione della data di costituzione –e delle attività finanziarie costituite in garanzia- è sufficiente la registrazione degli strumenti finanziari sui conti degli intermediari ai sensi degli articoli 30 e seguenti del decreto legislativo 24 giugno 1998 n.213 e l'annotazione del contante sul conto di pertinenza. Si tratta di formalità estremamente facili da realizzare in quanto di quotidiana applicazione da parte delle banche nell'utilizzo di titoli e contante.

L'articolo 7 riconosce finalmente, nel nostro ordinamento, la validità della clausola di «*close-out netting*»²⁷, disponendo che la stessa ha effetto in conformità di quanto dalla stessa previsto, anche in caso di apertura di una procedura di risanamento o di liquidazione nei confronti di una delle parti. Il recepimento della Direttiva ha reso quindi possibile il riconoscimento nel nostro ordinamento della validità della predetta clausola: l'importanza di ciò è stata correttamente evidenziata dalla Banca Centrale Europea, che ha evidenziato come “la BCE considera positivamente l'intento della proposta di direttiva di far sì che le disposizioni in materia di compensazione per *close-out* siano effettive in caso di apertura di una procedura concorsuale o di adozione di provvedimenti di risanamento. L'escutibilità della clausola di compensazione per *close-out*, in quanto forma di escussione, dovrebbe essere effettiva e protetta in generale in caso di inadempienza, sia essa dovuta a insolvenza o ad altro ordine di eventi. Inoltre, la BCE prende atto che l'escutibilità della compensazione per *close-out* non è ristretta a certi contratti

²⁷ “Tali accordi, come noto, prevedono che qualora una delle parti sia inadempiente (o, si è visto, financo insolvente), l'obbligazione originaria sia sostituita da una nuova obbligazione che rappresenta l'esposizione netta del debitore nei confronti del creditore, e ciò a prescindere dalla valuta e dalla scadenza della prima obbligazione. Al verificarsi di un evento determinante l'escussione: - Il debitore decade dal beneficio del termine e le obbligazioni diventano esigibili e vengono convertite nell'unica obbligazione di versare un importo netto pari al valore corrente; - l'importo viene, per l'appunto, calcolato al netto, ovvero sulla base del debito di ciascuna parte nei confronti dell'altra. Siffatte clausole, come è stato da più parti ricordato, producono effetti economici positivi, in quanto limitano i rischi di credito connessi alle operazioni finanziarie”. Sartori, cit.

di garanzia finanziaria, per esempio contratti di pronti contro termine, ma verrà applicata in modo più esteso, a tutti i tipi di contratti la cui finalità sia di ridurre il rischio, principalmente quello dell'esposizione creditizia, ivi compresi, ma non solo, le clausole di compensazione tra più prodotti finanziari e gli accordi di compensazione che interessano più di un contratto di garanzia finanziaria”.²⁸

Anche in ambito europeo è stata sottolineata la rilevanza della previsione e l'effetto negli Stati Membri, posto che ”La compensazione per *close-out* è importante per l'efficienza dei mercati finanziari, in quanto riduce il rischio di credito e consente agli enti finanziari di ridurre i propri requisiti patrimoniali obbligatori e/o di aumentare la loro esposizione. La legislazione in materia di insolvenza di taluni Stati membri prevede che se una parte di un'operazione diventa insolvente, i suoi crediti nei confronti di altre parti non possono più essere compensati. Tuttavia è importante per i partecipanti al mercato potersi basare su un meccanismo di compensazione legalmente protetto in caso di insolvenza della loro controparte. La FCD ha riconosciuto tale esigenza introducendo nell'articolo 7 l'obbligo che la compensazione per *close-out* possa produrre i propri effetti in base ai propri termini, nonostante l'avvio di una procedura di insolvenza o di altre procedure ed eventi simili e nonostante altri eventi che potrebbero influenzare in altro modo la compensazione per *closeout*. Per molti Stati membri si è trattato tuttavia di un'ulteriore novità e di una deroga non facilmente accettabile al principio della parità di trattamento dei creditori in una procedura di insolvenza. Oggi il principio della compensazione per *close-out* è consolidato in tutti gli Stati membri, ma resta da vedere in che modo le disposizioni in materia verranno

²⁸ Banca Centrale Europea, Parere del 13 giugno 2001 su richiesta del Consiglio dell'Unione europea in merito a una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai contratti di garanzia finanziaria (CON/2001/13) (2001/C 196/09). La Banca ha altresì evidenziato come “A questo fine, entrambe le definizioni di clausola di compensazione per *close-out* contenute negli articoli 3, paragrafo 1, lettera s), e 8 potrebbero essere ulteriormente specificate e chiarificate. La procedura di compensazione per *close-out* dovrebbe essere applicata a tutte le garanzie e obbligazioni in cambio delle quali la garanzia è stata prestata. Il beneficiario delle garanzie non dovrebbe essere esposto al rischio di una selezione discriminatoria («*cherrypicking*») da parte del curatore o del liquidatore del prestatore della garanzia, il quale convalidi i contratti favorevoli ancora da eseguirsi e rigetti quelli sfavorevoli. Poiché le pratiche di buona ed efficiente gestione del rischio comunemente usate nei mercati finanziari, ivi compresa la struttura del controllo del rischio sistema, si affidano all'abilità nella gestione e riduzione dell'esposizione creditizia proprie di tutti i tipi di operazioni finanziarie su base netta, qualunque restrizione del campo di applicazione della proposta di direttiva rispetto alle tecniche di mitigazione del rischio potrebbe danneggiare la stabilità finanziaria”.

applicate in pratica.²⁹ Si sottolinea ancora che il formale riconoscimento della clausola di “*close-out netting*” nell’ordinamento italiano costituisce una novità di enorme rilevanza, vista anche la portata molto ampia della stessa. In questo caso, infatti, l’efficacia delle clausole di *close out-netting* viene certificata con riferimento non solo alla compensazione di crediti e debiti derivanti da una serie di obbligazioni finanziarie garantite ma, è questo è davvero un elemento di grande rilevanza, anche alla compensazione del valore nettato dell’esposizione di una parte verso l’altra (nel caso degli strumenti finanziari derivati OTC, del *mark-to-market* nettato del portafoglio di operazioni in essere tra due controparti) con la garanzia finanziaria prestata (titoli o denaro). In un certo senso il riconoscimento di un “*close out netting*” così ampio, rafforza ancora di più quanto sottolineato nel paragrafo dedicato al funzionamento ed alla portata dell’art. 203 del T.U.F., spazzando via qualsiasi dubbio sull’efficacia di tale disposizione.

Questioni aperte

Infine, e qui veniamo ai dubbi ed ai problemi aperti, va esaminato l’art. 8 del D.lgs 170, ossia quello dedicato alle “Condizioni di realizzo e criteri di valutazione”. L’articolo recita al primo comma: “Le condizioni di realizzo delle attività finanziarie ed i criteri di valutazione delle stesse e delle obbligazioni finanziarie garantite devono essere ragionevoli sotto il profilo commerciale. Detta ragionevolezza si presume nel caso in cui le clausole contrattuali concernenti le condizioni di realizzo, nonché i criteri di valutazione, siano conformi agli schemi contrattuali individuati dalla Banca d’Italia, d’intesa con la Consob, in relazione alle clausole di garanzia elaborate nell’ambito della prassi internazionale”. Detto che la Banca d’Italia non ha ancora individuato alcuno schema contrattuale da considerarsi un “riferimento” per gli operatori di mercato, tale norma apre una pericolosa area di contestazione: se infatti può considerarsi incontestabile la valutazione del contante e dei titoli normalmente utilizzati nella prassi per la collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC (titoli di stato di paesi di Area Euro o T Bond nel caso di controparti americane, il cui prezzo è assolutamente trasparente sul mercato), ben diverso è il caso delle obbligazioni garantite, che nel caso da noi esaminato sarebbero rappresentate dai suddetti strumenti finanziari derivati OTC. Per questi ultimi infatti la

²⁹ Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo, Relazione di valutazione sulla direttiva relativa ai contratti di garanzia finanziaria (2002/47/CE) IThttp://ec.europa.eu/internal_market/financial_markets/docs/collateral/fcd_report_it.pdf.

valutazione del loro valore, ossia la determinazione del loro *mark-to-market*, costituisce un problema tutt'altro che semplice. I mercati finanziari hanno assistito ad una sempre maggiore strutturazione delle operazioni in derivati OTC con la creazione di prodotti di altissima sofisticazione, la cui valutazione è talvolta estremamente complessa e quindi "opinabile". Non è infrequente sul mercato che la stessa operazione venga valutata in modo estremamente differente dai diversi operatori di mercato; ciò evidenzia da un lato la grande sofisticazione dei prodotti derivati in circolazione e dall'altro la difficoltà di valutarli in modo omogeneo visti i disallineamenti sopra citati. D'altra parte i sistemi di valutazione/*pricing* di tali strumenti sono "proprietary" ossia sviluppati dalle strutture interne di *Risk Management* delle grandi *Investment Banks* internazionali, la cui abilità e professionalità costituisce un vero e proprio "asset" per queste istituzioni. In altre parole la capacità di prezzare/valutare i diversi prodotti derivati può rappresentare un vantaggio competitivo sul mercato. Se guardiamo alle regole contenute nel Contratto ISDA (versione 2002), relativamente al meccanismo di determinazione dell'ammontare dovuto in caso di chiusura anticipata delle operazioni a causa del verificarsi di un "event of default" a carico di una parte, si vedrà che il c.d. "close out amount" viene determinato dalla parte non in default, che dovrà agire in buona fede usando criteri ragionevoli dal punto di vista commerciale. Come si può notare le parole utilizzate richiamano quelle usate nel D.lgs 170. Curioso è che la versione 2002 del Contratto ISDA sostituisce quella del 1992, che diversamente sul punto, prevede, tra le altre possibilità, quella di richiedere la valutazione di cinque c.d. "reference market makers" delle operazioni risolte, e fare la media aritmetica delle stesse. Quest'ultima modalità darebbe sicuramente maggiore oggettività alla determinazione dell'ammontare da pagare a seguito del "default" di una parte, ma l'applicazione pratica della norma sul mercato ha evidenziato la grandissima difficoltà ad ottenere tali valutazioni, anche dai più grandi e sofisticati operatori di mercato, certificandone una sostanziale inapplicabilità. Ma se è così difficile valutare i derivati OTC, come si può dimostrare la ragionevolezza commerciale dei criteri di valutazione utilizzati? La preoccupazione nasce dalla lettura del terzo comma dell'art 8 del Dlgs. 170 che recita: "3. Gli organi della procedura di liquidazione, entro sei mesi dal momento di apertura della stessa, possono far valere, agli stessi fini indicati nel comma 2, anche la violazione della ragionevolezza sotto il profilo commerciale nella determinazione tra le parti delle condizioni di realizzo delle attività finanziarie, nonché dei criteri di valutazione delle stesse e delle obbligazioni finanziarie garantite, qualora la determinazione sia intervenuta entro l'anno che precede l'apertura della procedura di

liquidazione stessa”. In altre parole gli organi della procedura di liquidazione hanno la potestà di contestare, sotto il profilo della “violazione della ragionevolezza sotto il profilo commerciale”, la determinazione tra le parti delle condizioni di realizzo delle attività finanziarie, nonché dei criteri di valutazione delle stesse, e, questo è il punto delicato, delle obbligazioni finanziarie garantite. Alla luce di quanto detto sopra, relativamente alla grande complessità e sofisticazione dei prodotti derivati OTC attualmente chiusi sul mercato e alla difficoltà di valutazione degli stessi, è evidente che detta ultima disposizione crei qualche preoccupazione e possa essere vista come un potenziale ostacolo al funzionamento del *close out netting* sopra citato. Sarà come sempre la prassi a dirci se tale preoccupazione è fondata o destituita di fondamento.

Conclusioni

Nonostante qualche ombra, di cui si è dato cenno sopra, è comunque indubbio che l'intervento del Legislatore Comunitario in merito al *Collateral* ed al processo di collateralizzazione è di grandissima importanza e porterà notevoli benefici sul mercato domestico: ad esempio, come visto, sono stati superati, tra gli altri, i problemi legati al trasferimento di proprietà della garanzia e alla clausola di *close-out netting*. Non si può, quindi, non essere d'accordo con le determinazioni della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo, che nella propria Relazione di valutazione sulla direttiva relativa ai contratti garanzia finanziaria ha asserito correttamente che È ancora troppo presto per valutare appieno se la direttiva abbia rafforzato l'integrazione e l'efficienza, sotto il profilo dei costi, dei mercati finanziari europei. Tuttavia, dalle risposte emerge, in generale, che la FCD ha facilitato il ricorso alle garanzie finanziarie nel mercato finanziario europeo, semplificando e rendendo considerevolmente più efficienti le procedure applicabili. La FCD ha alleggerito gli oneri giuridici e amministrativi connessi all'assunzione e all'escussione delle garanzie. Ha semplificato le procedure per la costituzione, il perfezionamento, la validità e l'escutibilità delle garanzie finanziarie prevedendo come unico requisito formale che il contratto sia provato per iscritto o in altre forme giuridiche equivalenti. La direttiva ha inoltre migliorato la certezza del diritto per quanto riguarda talune tecniche utilizzate nelle operazioni di costituzione di garanzie e aiuta i partecipanti al mercato a gestire meglio il rischio giuridico in modo da essere soggetti a requisiti patrimoniali inferiori nel quadro dell'accordo di Basilea II.”³⁰.

³⁰ Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo, Relazione di valutazione sulla direttiva relativa ai contratti di garanzia finanziaria (2002/47/CE) IThttp://ec.europa.eu/internal_market/financial_markets/docs/collateral/fcd_report_it.pdf.