

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
ANTONIO MARZANO

La seduta comincia alle 13.40.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso impianti audiovisivi a circuito chiuso.

(Così rimane stabilito).

Audizione di rappresentanti dell'International swaps and derivatives association (ISDA).

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, l'audizione di rappresentanti dell'International swaps and derivatives association (ISDA).

Do il benvenuto ai rappresentanti dell'ISDA, l'avvocato Gianluigi Gugliotta, Director of European policy, l'avvocato Massimiliano Danusso, consulente, e l'avvocato Lisa Curran, consulente dell'International swaps and derivatives association. Ringraziandoli per essere intervenuti, cedo loro la parola.

GIANLUIGI GUGLIOTTA, *Director of European policy dell'International swaps and derivatives association*. Grazie presidente. La nostra associazione è grata per l'interesse manifestato dalla Commissione per l'attività che svolge in questo ambito particolare. Sono presenti insieme a me l'avvocato Danusso e l'avvocato Curran, che

sono i nostri consulenti italiani in materia di derivati ai quali do volentieri la parola.

MASSIMILIANO DANUSSO, *Consulente dell'International swaps and derivatives association*. L'avvocato Curran ed io siamo due legali dello studio Allen & Overy, uno studio internazionale con sede anche in Italia che assiste l'ISDA in vari paesi su tematiche concernenti gli strumenti finanziari derivati. Abbiamo pensato di fornire oggi a questa Commissione una breve presentazione su come funziona la contrattualistica internazionale in materia di derivati.

LISA CURRAN, *Consulente dell'International swaps and derivatives association*. ISDA, sin dal momento della sua fondazione avvenuta nel 1985, ha come principale obiettivo quello di identificare e ridurre le fonti di rischio esistenti nel mercato dei derivati. Questa Commissione sicuramente sa bene che i derivati sono strumenti per la gestione del rischio. Principalmente, il rischio che le parti hanno presente quando stipulano un contratto derivato è un rischio di mercato; così facendo, però, una parte si espone anche ad un rischio di credito verso l'altra controparte. Come è stato già rappresentato a questa Commissione in altre audizioni, il mercato dei derivati (OTC) non è regolamentato, non esiste una controparte centrale e non esiste un sistema di compensazione e garanzia, quindi il rischio di credito deve essere per forza gestito su base bilaterale. La documentazione ISDA introduce varie tecniche proprio per affrontare e ridurre questo rischio di credito.

Le tecniche di riduzione del rischio di credito sono principalmente tre. Innanzitutto, esiste il cosiddetto *mark to market*: i derivati vengono sottoposti ad una verifica

periodica del loro valore di mercato corrente; tale verifica viene normalmente compiuta con cadenza giornaliera. Così facendo si riesce a calcolare qual è il valore di un contratto non solo nel momento in cui è stipulato, ma ogni giorno della sua durata, in quanto, visto che i parametri sottostanti sono soggetti a cambiamenti, è evidente che anche il valore del contratto sarà soggetto a frequenti mutazioni.

Una volta stabilito il valore di ciascun contratto, l'altro fattore importante per le parti è quello di poter utilizzare il *netting*, un istituto che ormai si trova anche nella legislazione italiana, più precisamente nel decreto legislativo che ha dato attuazione alla direttiva sulle garanzie finanziarie. Spesso, però, il *netting* viene tradotto con il termine di « compensazione », anche se in realtà significa qualcosa di più. Infatti andrebbe tradotto anche con il termine « risoluzione », perché è il diritto di risolvere tutte le operazioni in essere al momento in cui si verifica un inadempimento, per calcolare poi l'ammontare dovuto per ciascuna operazione ai fini della compensazione. Ciò che si vuole evitare è che, nel caso di ammissione di una delle controparti ad una procedura di insolvenza, il curatore fallimentare possa scegliere quale operazione continuare e quale no, ovviamente portando avanti quelle in profitto per il fallito e interrompendo quelle in perdita, costringendo così le banche a insinuarsi nel passivo (cosa che sarebbe un disastro per loro in quanto hanno nei loro libri centinaia di operazioni con ogni controparte). La documentazione ISDA ha come scopo principale che tutte le operazioni siano risolte insieme in modo da raggiungere una compensazione unica tra le parti. Operando la compensazione si arriva ad una esposizione netta tra le parti.

La terza tecnica di riduzione del rischio è quella che nella documentazione ISDA viene chiamata *credit support*: mi riferisco alle garanzie reali e finanziarie scambiate tra le parti giorno per giorno per coprire l'esposizione netta esistente.

Al cuore della struttura ISDA è collocato il cosiddetto *master agreement*, di cui esistono varie versioni. Le prime sono

state realizzate nel 1987 e sono ormai quasi obsolete; le versioni più utilizzate attualmente sul mercato sono quelle del 1992 e del 2002. Il *master agreement* disciplina il rapporto legale e di credito tra le parti, include quindi le dichiarazioni fornite dalle parti, gli eventi di inadempimento e di risoluzione; esso è composto da una parte standard e da un allegato, la *schedule*, che ha la funzione di adeguare lo standard alle specifiche esigenze delle parti. Il *master agreement* incorpora ogni *confirmation*, ossia i contratti stipulati per ogni operazione finanziaria. Ciascuna *confirmation* specifica i termini e le condizioni economiche di ogni operazione finanziaria ed è incorporata nel *master agreement* in modo che non si possa scegliere se confermarne una piuttosto che un'altra, in quanto tutti i documenti costituiscono un unico rapporto giuridico.

Avendo presente questa situazione passo alla trattazione della documentazione ISDA nel suo complesso.

La parte principale è rappresentata dal *master agreement*, mentre in posizione più decentrata troviamo le *confirmations*. Le cosiddette *confirmations (short form)* possono essere stipulate dalle parti; al riguardo, l'ISDA ha registrato un mercato conosciuto e ben regolato che vede il consenso dei vari operatori sulle principali definizioni di cui si abbisogna quando vengono concluse queste particolari operazioni. L'ISDA ha pubblicato libri di definizioni su operazioni riguardanti il tasso di cambio, il rischio di credito, gli strumenti di capitale e le merci. Esistono vari libri di definizioni che possono essere incorporate nella *confirmation* per fare in modo che quest'ultima risulti in un breve documento di due o tre pagine.

Le *confirmations (long form)*, invece, sono quelle che le parti concludono nell'ambito di un mercato nuovo, in assenza di un libro di definizioni: mi riferisco, ad esempio, al mercato dei derivati sul tempo.

Oltre al *master agreement* e alle *confirmations* vi sono poi i cosiddetti *credit support documents*, i quali disciplinano le garanzie finanziarie che le parti si scambiano. Esistono varie versioni di docu-

menti relativi alle garanzie finanziarie; in ogni caso la più utilizzata in Italia è, sicuramente, quella disciplinata dalla normativa inglese riguardante il trasferimento di proprietà delle azioni. Usando la terminologia italiana questa particolare fattispecie costituisce un pegno irregolare sulle garanzie finanziarie.

Vi sono altri documenti disciplinati dalla normativa giapponese per il mercato asiatico, dalla normativa newyorkese e così via, anche se in Italia il più utilizzato è quello che ho appena descritto.

I cosiddetti contratti *bridge* fungono letteralmente da ponte tra l'ISDA *master agreement* e gli altri accordi quadro esistenti nei mercati finanziari. Non mi riferisco ai contratti sui derivati, ma a quelli che alimentano il mercato sul prestito titoli, sui pronti contro termine e sull'energia elettrica. Tramite questi ponti, nel caso in cui una delle parti fallisca, si possono risolvere non solo tutti i derivati in essere, ma anche tutti i prestiti titoli, i pronti contro termine e le operazioni di compravendita di energia elettrica. Si tratta di un modo per ridurre il rischio di credito a cui vanno incontro le parti e, in particolare, le banche.

MASSIMILIANO DANUSSO, *Consulente dell'International swaps and derivatives association*. Signor presidente, esaminerò ora un paio di clausole specifiche. In ogni caso, vorrei ricapitolare le tematiche fin qui affrontate per sincerarmi che abbiate ben compreso il quadro appena descritto dall'avvocato Curran.

Quando una controparte italiana intende stipulare un contratto con una banca italiana o estera si addivene, innanzitutto, alla redazione dell'ISDA *master*, un documento standard composto da alcune pagine contenenti le condizioni generali di contratto. All'ISDA *master* viene collegata una *schedule* di condizioni generali volte alla regolamentazione di tutti i rapporti fra i due soggetti. Queste condizioni sono, però, da considerarsi specifiche per il tipo di relazione intercorrente tra una determinata banca ed una determinata società. Viene, quindi, stipulato un *master agreement standard*, con una sche-

dule che adegua lo standard alle esigenze contrattuali tra le parti. In seguito, ogni volta che si addivene ad operazioni di *interest rate swap*, o a quelle precedentemente illustrate dall'avvocato Curran, viene stipulata dalle parti la cosiddetta *confirmation*, un documento molto più breve (composto da due o tre pagine) indicante i specifici dettagli dell'operazione in oggetto. Per il resto si rinvia all'ISDA *master* che rimane in vigore per tutta la durata del rapporto, quindi per svariati anni.

Ogni *confirmation* regola un'operazione specifica e tutte assieme confluiscono all'interno dell'ISDA *master* contenente delle clausole come, ad esempio, quella relativa al *single agreement*. Attraverso di essa viene stabilito che tutte le *confirmations* debbono intendersi parte di un medesimo contratto; ciò, in caso di *default*, consente di chiudere tutte le operazioni nel medesimo momento.

Inoltre, attraverso i *bridge*, si chiudono anche ulteriori operazioni rappresentate, ad esempio, dai pronti contro termine e così via.

In riferimento all'aspetto più importante rappresentato dal *netting*, il sistema offerto dall'ISDA consente di chiudere l'intero rapporto in caso di *event of default*, sostanzialmente di *bankruptcy*.

Come dicevamo, gli *events of default* sono quelli tipici di qualunque rapporto finanziario e riguardano l'inadempimento, le obbligazioni riferite ad ognuna delle *confirmations*, il *cross default*, le violazioni delle *representations* concesse dalle parti e tutte le ipotesi di *bankruptcy* (fallimento, liquidazione coatta amministrativa, legge Prodi).

Si distingue tra *events of default* che determinano la risoluzione del contratto a seguito di una notifica ed *events of default* legati all'insolvenza che determinano una risoluzione automatica del contratto (*automatic early termination*).

Le previsioni ISDA di *close-out netting* consentono la chiusura di ogni rapporto e la compensazione.

Per lungo tempo, in Italia, vi è stata incertezza circa la validità di queste clau-

sole nelle ipotesi di fallimento, ma negli ultimi tempi la legislazione si è evoluta. In particolare, l'articolo 203 del TUF, l'articolo 76 della legge fallimentare e le nuove norme in materia di implementazione della *collateral directive* — mi riferisco alle norme comunitarie sulla *bankruptcy regulation* — hanno permesso che nel nostro paese la questione dell'*enforcement* delle clausole dell'*ISDA master*, in materia di *netting* e *close-out*, diminuisse di significato. Sostanzialmente, infatti, si ritiene che queste clausole, nella stragrande maggioranza dei casi (malgrado l'esistenza di qualche eccezione come nel caso della Parmalat), siano valide, cioè *enforceable*.

In generale l'*ISDA*, per ogni paese in cui opera, richiede ad uno studio legale la *netting* e la *collateral opinion*. Queste ultime vengono indirettamente richieste anche dal regolamento della Banca d'Italia per consentire ad una banca italiana che stipula dei derivati di registrarli nei propri libri con una ponderazione ridotta rispetto a quella ordinaria.

Come appena sottolineato, l'*ISDA*, per ottenere le *netting* e le *collateral opinions*, si rivolge a studi legali dei singoli paesi per poi mettere a disposizione dei suoi membri i conseguenti dati. Queste leggi, in particolare, si occupano delle previsioni di *netting* e di *enforcement and collateral* in tutti i casi di fallimento, *bankruptcy* e, comunque, di insolvenza delle imprese. Quindi, più l'*opinion* afferma che le clausole di *netting* e di *collateral* sono eseguibili e valide in un determinato paese, più è facile per le banche — internazionali in particolare — operare stipulando contratti derivati.

Per l'Italia, la *netting* e la *collateral opinion* sono rilasciate dal nostro studio Allen & Overy.

Nel documento che lasceremo alla Commissione abbiamo indicato una serie di paesi nel mondo in cui l'*ISDA* opera e rispetto ai quali sono disponibili la *netting* e la *collateral opinion*.

LISA CURRAN, *Consulente dell'International swaps and derivatives association*.

L'*ISDA* spinta anche dalla Banca dei regolamenti internazionali, ha girato nel mondo per avere i pareri legali, relativamente ai patrimoni di vigilanza che devono avere le banche rispetto alle loro controparti, per poter beneficiare delle esposizioni nette e non lorde. La Banca dei regolamenti internazionali ha chiarito che occorre avere certezza circa il funzionamento delle regole, per cui l'*ISDA* si è mossa in 43 paesi nel mondo, dove è stato detto che le clausole di *closer netting* sono *enforceable* (sono 34 attualmente i paesi che hanno ottenuto i pareri).

In Italia ci sono pareri che coprono tutte le imprese, dalle banche, alle società di risparmio, alle spa, alle srl. Restano esclusi gli enti locali e le imprese di assicurazione.

PRESIDENTE. Che applicazione si dà alla borsa elettrica ?

LISA CURRAN, *Consulente dell'International swaps and derivatives association*. Trattandosi di un mercato regolamentato, la documentazione *ISDA* non è rilevante, poiché si tratta di derivati *over the counter*.

PRESIDENTE. C'è un progetto al riguardo ?

LISA CURRAN, *Consulente dell'International swaps and derivatives association*. C'è un progetto, ma non mi sembra che abbia avuto sviluppi.

PRESIDENTE. Se i colleghi non hanno altre domande, ringrazio i nostri ospiti per la loro chiarezza espositiva e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 14.05.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. FABRIZIO FABRIZI

Licenziato per la stampa
il 7 giugno 2005.

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO